

GOBIERNO CORPORATIVO Y POLITICA DE DIVIDENDOS: EL CASO COLOMBIANO

Julián Andrés Usma Patiño
Universidad EAFIT
jusmapat@eafit.edu.co
Calle 53 d #85 e 46
Medellín – Colombia
Phone 57 (3)311 2500336

Carlos Mario Ramírez Arango
Universidad EAFIT
cramir34@eafit.edu.co
Calle 5 sur #29 a 151
Medellín – Colombia
Phone 57 (3)310 4497029

TRABAJO DE GRADO ASESORADO Y DIRIGIDO POR:

Samuel Mongrut Montalván
Escuela de Graduados, ITESM, Campus Querétaro
Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP)
smongrut@itesm.mx
Epigmenio González No. 500 Fraccionamiento San Pablo
Querétaro, Querétaro - México
Phone: 52 (442) 2383100

Fecha Versión: Agosto 2010

RESUMEN

Sobre la base de una muestra de 279 empresas, no financieras, inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), para el periodo 1997 – 2008, se mide el impacto de la adopción del Código de Gobierno Corporativo (GC) como un determinante principal del pago de dividendos. Se encontró una relación directa entre la tenencia de Código y el dividendo pagado, es decir, empresas que han adoptado el Código de Gobierno Corporativo (GC) han pagado, en promedio, dividendos más elevados que aquellas empresas que no adoptaron el GC. Adicionalmente, la evidencia empírica sugiere que el impacto de la adopción de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo es magnificado por la calidad del Código adoptado, lo que implica que mayores pagos de dividendos están asociados a las mejores prácticas de gobierno corporativo. Finalmente, se encontró también que las empresas con Código de Gobierno Corporativo muestran mejores márgenes de rentabilidad operativa y retorno sobre el activo.

Palabras Claves: Gobierno Corporativo, Política Dividendos, Concentración Propietaria, Derechos de los Accionistas.

1. INTRODUCCION

Mucho se ha escrito sobre los determinantes de la política de dividendos y la forma como éstos factores interactúan entre sí, razón por la cual la literatura sobre dividendos ofrece una cantidad innumerable de explicaciones para el denominado “Dividend Puzzle” (Black, 1976), tema que al día de hoy sigue teniendo vigencia y que, sorprendentemente, sigue siendo uno de los problemas sin resolver en las finanzas (Brealey & Myers, 2005). Es por ello que esta investigación se enmarca dentro del reducido grupo de estudios que analizan el efecto que tiene la adopción de un Código de Gobierno Corporativo (en adelante GC) sobre la política de dividendos, enfocándose en el contexto de las empresas colombianas de donde no se ha realizado un estudio previo al respecto. Adicionalmente, la idea de que buenas prácticas de GC conducen a un buen desempeño financiero y, eventualmente, a un mejor desempeño macroeconómico (Claessens, 2003) también motivan el desarrollo de éste estudio.

El concepto de GC no es particularmente un tema reciente, pero fue solo hasta la década de los 80’s que los modelos de GC fueron estudiados para evaluar sus efectos sobre la valoración y la política de dividendos de compañías en mercados emergentes (Carvalho-da-Silva & Leal, 2003).

Cuando se habla de GC, implícitamente se hace referencia a los comportamientos que se enmarcan bajo el concepto de problemas de agencia desarrollado por Jensen y Meckling (1976) y que corresponden a los conflictos de interés que pueden presentarse entre los diferentes agentes de la empresa. Eiteman, Stonehill & Moffet (2007) definieron el GC como el conjunto de relaciones mediante las cuales los grupos de interés en las compañías (accionistas y administradores), establecen y controlan la dirección estratégica de la empresa y los resultados de la misma. En otras palabras, el GC es un sistema mediante el cual se dirige y se controla la gestión de una empresa, donde las decisiones tengan un buen principio de interés para la empresa, accionistas, acreedores y demás grupos de interés. Los Códigos de GC nacen de los esfuerzos por crear un documento con los lineamientos a seguir por las organizaciones del Reino Unido con el fin de establecer un ambiente propicio para la inversión, y el informe de Cadbury en 1992 fue la respuesta a dicha necesidad (Benavides, 2009). Desde entonces los Códigos de GC han ganado popularidad en todas las economías a nivel mundial y su desarrollo ha estado acompañado de un apoyo permanente de entidades gubernamentales y privadas como son: CIPE (Centro Internacional para la Empresa Privada), OECD (Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo), Banco Mundial (Foro Global de GC) y el IFC (Corporación Financiera Internacional).

En el caso colombiano, la aplicación del concepto de GC es relativamente nuevo y nace a partir del año 2001 con la publicación del denominado “Código Marco de Buen Gobierno” propagado por Confecámaras, entidad que agrupa las diferentes Cámaras de Comercio a nivel nacional. La Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera), ente regulador que tiene la función de proteger al consumidor financiero entre otras funciones, con la resolución 275/2001 solicitó que todas las compañías con activos listados y que reciban recursos de los Fondos de Pensión a manera de inversión, debían producir un Código de Gobierno (Benavides, 2009). Posteriormente en el año 2007, la Superfinanciera a través de la Circular Externa 028 de 2007, publica el “Código de Mejores Prácticas Corporativas” que consiste en una encuesta que intenta medir el cumplimiento de un conjunto de medidas concretas que debía seguir todo emisor de valores.

Las medidas a las que se hacía referencia en la encuesta eran de adopción voluntaria por parte de los emisores, sin embargo, en caso de no haber adoptado alguna de estas medidas, el emisor debía informar

las razones para ello, remitiendo esta encuesta por lo menos anualmente a la Superintendencia Financiera de Colombia. Para la elaboración de la encuesta se conformó un Comité interinstitucional. El comité se basó en el marco general del Código Andino de GC elaborado por la CAF (Corporación Andina de Fomento) para definir los lineamientos generales que finalmente contempló el Código. La encuesta cuenta con un cubrimiento relevante en cuatro aspectos de interés:

1. Asamblea General de Accionistas: Convocatoria, Celebración, Aprobación de operaciones relevantes, Derecho y trato equitativo de los accionistas.
2. Junta Directiva: Tamaño, Conformación y Funcionamiento, Reglamento Interno de Funcionamiento, Deberes y Derechos del miembro Junta Directiva, Funciones.
3. Revelación de Información Financiera y no Financiera: Solicitudes de información, Información de Mercado y Revisor Fiscal.
4. Solución de Controversias.

Con este Código, el GC comienza a jugar su rol en la disminución y control de los conflicto de agencia que se presentan principalmente entre los principales actores de toda compañía: 1. Administradores y Accionistas. 2. Accionistas mayoritarios y minoritarios. 3. Empresa y grupos de interés. Es por medio del GC que las empresas encuentran unos lineamientos claros y contundentes de la forma como debe estar conformada la administración corporativa, con Juntas Directivas idóneas, con estamentos de vigilancia y control internos que mantengan un ambiente de claridad y transparencia en la gestión permanente, y con mecanismos de protección eficaces para los derechos de los accionistas y de sus acreedores. Sin embargo, como lo menciona Benavides (2009), existen pocos esfuerzos para que se junten los lineamientos y justificaciones teóricas que encierra el Código de GC con las recomendaciones actuales.

Debe entenderse finalmente que la variable de GC juega un papel fundamental en el desarrollo de esta investigación, por el efecto que pueda tener la adopción del GC en la fijación de las Políticas de Dividendo, en función de mitigar los costos de agencia que se puedan presentar. Es por esto que el objetivo de esta investigación es identificar si la adopción de un código de gobierno corporativo y su calidad impactan positivamente en el ratio de pago de dividendos de las empresas en Colombia. De encontrarse este hallazgo se mostraría que el impacto de las buenas practicas de buen corporativo tienen un impacto directo en la riqueza que reciben los accionistas.

El artículo está dividido en 5 secciones. En la sección 1 se hizo una introducción a la investigación. En la sección 2 se hace un repaso de la literatura. En la sección 3 está la fuente de los datos utilizados en la regresión y la descripción de las variables utilizadas en el modelo. En la sección 4 se analiza la estadística descriptiva. La sección 5 contiene la evidencia empírica. La sección 6 concluye.

2. REVISION DE LA LITERATURA

En la literatura financiera, los estudios tempranos sobre dividendos argumentan que esta es una de las formas como las compañías transmiten al mercado información acerca de su rentabilidad futura y sobre sus flujos de caja (Bhattacharya, 1979 - Miller & Rock, 1985). Sin embargo, cuando se habla de política de dividendos, un referente obligado de la literatura está asociado a la teoría de los conflictos de agencia.

Uno de los primeros trabajos en introducir teoría sobre problemas de agencia fue desarrollado por Berle & Means (1932), donde se sugiere que cuando se habla de problemas de agencia se está haciendo

referencia al conflicto de intereses que se presenta entre los insiders¹ y los outsiders². Posteriormente esta idea fue reforzada por Jensen & Meckling (1976). Básicamente lo que propone esta teoría es que los insiders, que son quienes tienen el control sobre los activos de la compañía, podrían utilizar su posición controladora para diversos propósitos que podrían estar en detrimento de los intereses de los outsiders y es aquí cuando la política de dividendos entra a jugar un papel preponderante en las teorías de agencia.

Como se menciona en Easterbrook (1984) y Jensen (1986), la política de dividendos puede ser utilizada para aliviar los problemas de agencia entre administradores y accionistas, en el sentido que, una distribución de dividendos, ayuda a mitigar los costos de agencia al reducir el flujo de caja libre en las compañías que, de no distribuirse, podría ser utilizado por los insiders para uso personal ó ser invertido en proyectos poco rentables, inclusive con valor presente neto negativo, que solo proveen beneficio propio a los insiders. Esta teoría es conocida como “Administración Oportunista” y se basa en que los administradores de las firmas con débiles derechos para los accionistas intentan, de forma oportunista, retener caja al interior de la firma en vez de distribuirlo a los accionistas (Jiraporn & Ning, 2006).

La ausencia de lineamientos claros y control entre los intereses de los administradores y los accionistas, hará que exista una alta probabilidad que los primeros actúen en su propio interés o beneficio obteniendo réditos particulares y, en forma contraria, un detrimento en general para la empresa. Así mismo, un desbalance entre los accionistas mayoritarios y minoritarios puede reflejarse en un alto nivel de concentración del poder de decisión al interior de la empresa, poniendo en riesgo de expropiación a los accionistas minoritarios. Johnson & Shleifer (2001) argumentaron que las compañías podrían pagar más altos dividendos como una medida para establecer una reputación de que tratan apropiadamente a los accionistas minoritarios.

Otros autores que estudiaron el rol de los insiders en las compañías introdujeron dentro del análisis el impacto de la concentración accionaria. Encontraron que elevados niveles de concentración entre los insiders están asociados a bajos niveles de dividendos (Jensen, Solberg & Zorn, 1992). De éstos resultados se puede interpretar que altos niveles de concentración entre accionistas que juegan un rol importante en la toma de decisiones al interior de la compañía, estaría incrementando el riesgo de expropiación al que se enfrentan los accionistas minoritarios, vía menor participación en los flujos de caja de la empresa por los menores dividendos recibidos, razón de peso para pensar que los outsiders preferirían los dividendos en vez de acumular utilidades. De hecho, si los principales accionistas controlan la administración, los pequeños accionistas no están protegidos de la expropiación (Johnson & Shleifer, 2001). Similarmente, Rozeff (1982) encontró que el pago de dividendos es, significativamente, una función negativa del porcentaje de acciones poseídas por los insiders.

Easterbrook (1984) explicó que los dividendos exponen a las compañías a un recurrente escrutinio por parte del mercado, en la medida que el pago de dividendos incrementa la probabilidad de que la firma tenga que llevar a cabo emisión de acciones comunes con más frecuencia. Este tipo de control, o vigilancia, que ejerce el mercado, ayuda a prevenir comportamientos inadecuados por parte de la administración, a la vez que ayuda a prevenir que se lleven a cabo proyectos de “beneficio no comunitario” con los flujos de caja de la compañía, lo cual beneficia la posición del accionista minoritario

¹ En la literatura de las finanzas corporativas, como “insiders” se han denominado a los administradores y/o accionistas controladores que toman decisiones al interior de la compañía, ya sea como Directivos y/o como miembros de la Junta Directiva.

² Similarmente, cuando se habla de “outsiders” se hace referencia a los accionistas que no juegan ningún rol al interior de la compañía. Generalmente son accionistas minoritarios.

y se estaría viendo reflejado en menores costos de agencia. Más tarde, Gompers, Ishii & Metrick (2003) relacionarían los costos de agencia con la fortaleza de los derechos de los accionistas y que éstos, a su vez, estarían relacionados con el GC.

La Porta, López-de-Silanes, Shleifer & Vishny (2000), en adelante LLSV, establecieron que los administradores prefieren retener utilidades para incrementar su beneficio propio o reducir el riesgo de pérdida de capital humano, implicando que bajos ratios de dividendos están asociados a bajos estándares de gobierno y una pobre protección a los accionistas. Estos resultados soportan la base de ésta investigación acerca de que aquellas decisiones corporativas, asociadas al manejo de los flujos de caja de una empresa, pueden verse fuertemente afectadas por los conflictos de agencia y, más aún, que las prácticas de GC no solo están relacionadas con el valor de mercado de una compañía sino que, además, están estrechamente asociadas a los derechos de los accionistas minoritarios, entre otros.

De acuerdo con los hallazgos de Black (2001), los efectos de medidas como la adopción de Códigos de GC son más fáciles de encontrar en economías emergentes, al ser países caracterizados por tener, comúnmente, débiles normas y amplias diferencias en las prácticas de GC entre una empresa y otra. Una conclusión similar arrojó el estudio de LLSV (2000) en donde establecieron que las firmas localizadas en países con elevados estándares legales de protección al inversionista minoritario pagan más altos dividendos, comparado con aquellos países donde la protección legal es débil. Aunque ésta investigación no tiene dentro de su alcance el análisis de la fortaleza del sistema jurídico-legal colombiano en lo referente a la protección de los derechos de los accionistas, ni mucho menos llevar a cabo una comparación entre países, lo que sí es rescatable es que las anteriores conclusiones refuerzan la importancia de ésta investigación, principalmente por enfocarse en una economía emergente, con fuertes niveles de concentración accionaria y, además, escasa literatura que relacione política de dividendos con GC, lo que provee un amplio campo de investigación.

En cuanto a la literatura reciente sobre la relación existente entre Política de Dividendos y GC, Kowalewski, Stetsyuk & Talavera (2007) encontraron que, para el caso polaco, existe una asociación positiva entre el pago de dividendos y las prácticas de GC, inclusive después de adicionar variables de control al modelo. Esta última aclaración gana importancia ya que se han encontrado estimaciones que tienden a ser frágiles con la inclusión de variables de control. Utilizando una muestra de 65 firmas no financieras listadas en Argentina entre los años 1996-2003, Bebczuk (2005) establece que la distribución de dividendos será mayor a medida que las prácticas de GC mejoren en la compañía. Mehar (2003), con una muestra de 180 empresas durante 22 años, encontró que el GC tiene una relación estadísticamente significativa con la política de dividendos en Pakistán. Contrariamente, Jiraporn & Ning (2006) encontró evidencia de una relación negativa entre el GC y la Política de Dividendos para el caso de 1500 firmas que representan cerca del 90% de la capitalización de mercado en NYSE, AMEX y NASDAQ. Sus resultados sostienen que en las compañías donde los derechos de los accionistas están más restringidos, el ratio de dividendos es superior.

LLSV (2000) delinearon y probaron dos modelos de agencia para los dividendos: el “Outcome Model” y el “Substitute Model”. El primero establece que, para los países con buen sistema legal que proteja los derechos de los accionistas, los ratios de dividendos serán mayores si todo lo demás permanece constante, pero para las compañías con mejores oportunidades de inversión los ratios de pago de dividendos serán más bajos ya que sus accionistas estarán dispuestos a sacrificar flujos de caja actuales a cambio de flujos de caja futuros (recordemos que sus derechos están bien protegidos).

El segundo modelo establece que, en países con mínima protección para los accionistas, las compañías con mejores oportunidades de inversión (lo que demanda fuertes necesidades de capital de trabajo) podrían pagar mayores dividendos con el fin de mantener una reputación de “moderación en la expropiación a los accionistas”. Esta reputación le permite acceder más fácilmente a financiación en mercados de capitales externos, cuando así lo requiera. Los resultados de su investigación estuvieron a favor del “Outcome Model” y además sugieren que, sin oportunidades de crecimiento (todo lo demás constante), los ratios de dividendos deberían ser superiores en países con débil protección legal para los accionistas en comparación con los países con un sistema legal más protector.

Al analizar la relación entre GC y política de dividendos uno se podría preguntar si el GC es el que explica la política de dividendos o si, contrariamente, la Política de Dividendos es la que determina el GC. Ésta investigación está desarrollada bajo el supuesto que la relación de causalidad va en la dirección que señala que el GC mejora el pago de dividendos, lo cual está soportado por estudios como el de Padgett & Shabbir (2005) donde reportaron que la relación de causalidad va del Gobierno hacia las medidas de desempeño y de retorno a los accionistas. Adicionalmente, en la revisión bibliográfica no se encontraron estudios que aporten evidencia de que la relación se dé en sentido contrario. La teoría detrás de éste estudio es que los dividendos actúan como un “premio” para los accionistas minoritarios que no tiene la posibilidad de participar en las decisiones corporativas (outsiders), decisiones que por la posición ventajosa que tienen los administradores, accionistas mayoritarios y/o miembros de Junta Directiva (que en algunos casos son también accionistas principales o tienen estrecha relación con ellos), podrían ir en detrimento del beneficio de los pequeños accionistas y de la misma rentabilidad de su inversión.

Esta teoría lleva a establecer una relación directa entre GC y el acceso de los accionistas minoritarios a los flujos de caja de la compañía (dividendos), después de lo cual se plantea la siguiente hipótesis:

H1: El pago de dividendos se incrementa con la adopción del Código de GC

Una combinación entre los modelos de agencia desarrollados por LLSV (2000) y la teoría asociada a flujos de caja desarrollada por Easterbrook (1984) y Jensen (1986), y bajo el supuesto de mercados con débil protección para los accionistas, dejan dos posibles relaciones entre la Política de Dividendos y el GC:

1. La hipótesis del “Substitute Model” que, como se mencionó anteriormente, sostiene que menores derechos de los accionistas estarían asociados a mayores pagos de dividendos, es decir, los dividendos como sustitutos de los derechos de los accionistas, que se traduciría en una relación inversa entre GC y política de dividendos.
2. La hipótesis de “Administración Oportunista” defiende que un administrador oportunista sería propenso a retener utilidades generadas por la compañía, con el fin de utilizarlos en proyectos de inversión que podrían estar en pro de su propia imagen o beneficio, más no en beneficio de los accionistas. Bajo este supuesto se esperaría una relación directa entre GC y política de dividendos (a menor GC menor Dividendo, y viceversa).

Dadas las amplias diferencias que se pueden encontrar en las prácticas de GC entre empresas de un mismo país en economías emergentes (Black, 2001), nuestra segunda hipótesis es que no solo la adopción de un Código de buenas prácticas corporativas impacta la política de dividendos, sino que el

impacto puede diferir entre empresas si se tiene en cuenta la calidad de dicho Código. Luego se procede a plantear la segunda hipótesis:

H2: La calidad del Código de GC es un factor determinante de la Política de Dividendos, una vez se han adoptado prácticas de buen gobierno.

3. DATA

La información financiera recopilada para éste estudio corresponde a una muestra de 279 empresas no financieras, para el periodo comprendido entre los años 1997 a 2008, que se encuentran inscritas en el RNVE ya sea porque son emisores de bonos de deuda y/o porque tienen títulos inscritos en el mercado de valores colombiano, negociados a través de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). La información fue tomada de la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia. De allí se obtuvieron los Estados Financieros, los anexos, la composición accionaria completa para cada compañía (desagregada hasta los primeros 20 accionistas) y la información sobre dividendos. Toda esta información es recogida en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV– de la Superfinanciera. La información sobre GC, así como la encuesta, fue descargada de la página web de la Superfinanciera. La Tabla 1 contiene las empresas incluidas dentro del estudio.

La muestra total está comprendida tanto por empresas que pagan dividendos como por empresas que no lo hacen, así como también por empresas con GC y sin GC, esto con el fin de que los resultados sean generales para cualquier tipo de compañía del mercado colombiano, es decir, que no estén asociados a una muestra con características específicas. Del gran total de 279 empresas recopiladas, 126 compañías (45%) pagan dividendos y solo 71 empresas (34%) han adoptado Códigos de GC. Adicionalmente, la muestra fue ajustada para eliminar valores extremos en los datos (outliers), así como también observaciones donde la utilidad era negativa y el dividendo positivo, y por último, algunas observaciones que le daban discontinuidad a la serie temporal (gaps). Es importante mencionar que no pueden existir valores perdidos entre las series de tiempo para cada una de las unidades de corte transversal, puesto que se podrían obtener estimaciones sesgadas de los parámetros (Mayorga & Muñoz, 2000). Después de remover éstos datos, se obtuvo un panel desbalanceado con un total de 1572 observaciones año-empresa (ver Tabla 3.2).

Para el análisis estadístico se ha separado la muestra total de 279 empresas bajo dos enfoques. Un primer enfoque corresponde a clasificar inicialmente entre las empresas que tienen y no tienen Código de GC, para luego desagregar entre las que han pagado dividendos y las que no. Se encontraron bajo esta clasificación 208 empresas que no tienen implementado Código de GC, de las cuales 131 empresas no pagan dividendos y 77 si lo hacen. La otra porción corresponde a las 71 empresas que poseen Código de GC, de las cuales 49 pagan dividendos mientras que las 22 restantes no pagan. El segundo enfoque corresponde a clasificar inicialmente entre las empresas que han pagado dividendos y las que no, para luego desagregar entre aquellas que tienen Código de GC y las que no. Bajo éste enfoque se obtienen las 279 empresas divididas entre 153 empresas que no han pagado dividendos, de las cuales 131 no poseen Código de GC y 22 si lo tienen, y 126 empresas que han pagado dividendos, de las cuales 77 empresas no tienen Código establecido mientras que 49 si lo tienen. Estas subdivisiones servirán para secciones posteriores en ésta investigación, principalmente para el análisis de la estadística descriptiva. Las Gráficas 1.1 y 1.2 ofrecen mayor información sobre la separación aquí descrita.

A nivel de análisis econométrico y de configuración de modelos se decidió trabajar con las bases que más aportan por su agrupación, es decir, se tomó como base el total de las 279 empresas, las 208 empresas

que no tienen Código de GC y las 126 empresas que hacen pago de dividendos. Bajo éste criterio, la Sección 4 muestra la evidencia empírica así: en la Sección 4.1 un modelo general para la muestra completa de 279 empresas, en la Sección 4.2 un análisis para las 208 empresas que no tienen Código de GC y, finalmente, en la Sección 4.3 se analizan las 126 empresas que han realizado pago a sus accionistas.

Es importante definir que no se pretende realizar un análisis econométrico para la submuestra de las 71 empresas que poseen Código de GC, porque la medición del impacto de la adopción del GC, y su rating, se hará desde la muestra general de las 279 empresas, lo cual brinda resultados más generales acerca del impacto de dichas variables. En otras palabras, se consideró que el análisis de dicha submuestra solo es concluyente sobre aquellas empresas que tienen adoptado el Código y, por ende, sus resultados no serían extrapolables hacia otras empresas del mercado que no tengan implementado el Código de GC y que quieran hacerlo.

3.1 Variables

Esta investigación tiene como objetivo determinar si en las empresas colombianas la implementación del Código de GC se ve reflejado en una menor retención de las utilidades que llegan al accionista vía dividendos. Con esta premisa lo que se busca explicar es que el Código de GC es un referente de la fortaleza de los derechos de los accionistas, razón por la cual se hace indispensable construir una medida para incluir el GC como variable independiente dentro de la regresión. Para ello, se han utilizado las encuestas diligenciadas que han remitido cada una de las empresas a la Superfinanciera y que, también, se encuentran publicadas en la página web de la compañía.

Se hizo una lectura de la encuesta que, como se mencionó antes, está compuesta por cuatro grandes grupos para un gran total de 79 preguntas obligatorias y 1 opcional. De la lectura de cada una de las encuestas, se determinaron las respuestas que corresponden a un factor positivo en la forma de actuar de la compañía y, por ende, que están asociadas a una percepción del mejoramiento de los derechos de los accionistas. Por cada respuesta positiva se asignó un (1) punto y al final se dividió sobre el total de preguntas respondidas³. De ésta metodología sale la variable que califica las prácticas de GC (Rating). Dado que cada una de las preguntas de la encuesta está asociada a un grupo de preguntas específico, era posible ponderar las preguntas según el grupo al que perteneciera, con el fin de darle mayor relevancia a determinados grupos dentro de la encuesta (por ejemplo, Junta Directiva y Revelación de Información Financiera).

En éste sentido y con el ánimo de darle robustez al modelo, se midió la sensibilidad del modelo ante diferentes ponderaciones (Rating, Rating 2, Rating 3 y Rating 4) y se encontró que los resultados eran completamente robustos y que no dependen de la ponderación que se le dé a las preguntas dentro de la encuesta. El Apéndice 1 muestra los rating promedio bajo cada una de las ponderaciones probadas⁴. Como se mencionó previamente, la encuesta de GC aparece en el año 2007 lo que implica que para una empresa que haya adoptado el GC antes de dicho año no era posible contar con la calificación de su Código. Para solucionar este inconveniente se analizó el rating arrojado para cada una de las empresas para establecer si las variaciones entre cada año fueron significativas, encontrando que entre 2007 y

³ El Rating está en una escala de 1 a 100, indicando que un alto puntaje está asociado a un mejor Gobierno Corporativo. Metodologías similares han sido desarrolladas por otros autores. Véase Mitton (2004), Jiraporn & Ning (2006), Gompers, Ishii & Metrick (2003), entre otros.

⁴ Los resultados econométricos presentados en ésta investigación están basados en un mismo peso para cada una de las preguntas (Rating). Las estimaciones con las otras ponderaciones no fueron presentadas pero pueden ser solicitadas a los autores.

2008 el promedio de la variación del rating utilizado en nuestra regresión fue del 2.6%, lo cual se consideró una fluctuación poco significativa como para no considerar un rating constante hacia atrás (ver Apéndice 1).

Para controlar por adopción de GC se utilizó una variable dicotómica (dycode) que toma el valor de uno (1) a partir del año de adopción del Código⁵ y cero (0) antes de dicho año. La Tabla 1 contiene el año de adopción de Código para aquellas empresas con GC. En la regresión se utilizó una variable de interacción entre tenencia de Código (Dycode) y calidad (Rat), que denominamos Dum_Rat, ya que el interés es medir si, conjuntamente, la adopción de GC y su calidad, son determinantes en la fijación de la política de dividendos, por lo que en la regresión no se utiliza la calidad por sí sola.

En la literatura es posible encontrar varias formas de medir el ratio de dividendos. Por nombrar los más comunes, están el ratio Dividendos/Flujo de Caja, Dividendos/Ventas y Dividendos/Utilidad Neta. Autores como LLSV (2000) recomiendan utilizar el ratio Dividendo/Ventas por tres razones: 1. No dependen de las convenciones contables que pueden variar entre países. 2. Son difícilmente manipulables a través de prácticas contables. 3. Están menos sujetas a robos. Sin embargo, al tratar de aplicar esos supuestos en éste estudio, se observó que sus supuestos pueden ser fácilmente violados por las siguientes razones: 1. No se trata de un estudio cross-country por lo que no afectan las diferencias en convenciones contables entre países. 2. Las ventas así como los costos y gastos pueden ser manipulados contablemente, a través de una práctica contable poco ortodoxa como lo es el manejo de “doble contabilidad”. Al respecto entidades gubernamentales como la Dirección de Impuestos y Aduana Nacionales (DIAN), han hecho grandes esfuerzos para evitar que se utilicen éstas prácticas pero aún se está lejos de alcanzar el objetivo. 3. Un incremento en la volatilidad de las ventas, por ejemplo como consecuencia de ciclos de auge y recesión económicos, pueden impregnar la variable de ciertos clústeres de volatilidad que en la modelación habría que tener presente. 4. La interpretación económica de ese tipo de ratio no parece tan clara. Por las razones presentadas y porque económicamente resulta más intuitivo pensar que las políticas de dividendos se construyen a partir de los resultados netos del ejercicio, el ratio elegido para medir el pago de dividendos es dividendo/utilidad neta⁶. Estudios similares han utilizado éste mismo tipo de ratio en sus investigaciones (ver Carvalhal-da-Silva & Leal, 2003 – Zhang, 2005).

Teniendo en cuenta la amplia gama de estudios que relaciona la política de dividendos con la concentración de propiedad, se incluyó una variable de control para el grado de concentración (HER). El Apéndice 2 contiene información detallada sobre su cálculo. Otras variables de control tenidas en cuenta fueron: medidas de rentabilidad como Retorno sobre el Activo Total y Financiero (ROA y ROAf), Margen Operacional (EBIT), Margen Neto (PROFIT), dos medidas alternativas de apalancamiento: Total (LEV) y Financiero (LEVf), dos proxies para tamaño: (SIZE) y tangibles (TANG), y una variable de control macro: PIB (GDP). La Tabla 2 contiene en detalle cada una de las variables, su formulación matemática y una hipótesis acerca del tipo de relación que se debería encontrar. La Tabla 3.3 reporta la matriz de correlaciones, de cuyo análisis se desprenden las variables que finalmente fueron utilizadas en el modelo.

⁵ El año de implementación del código fue tomado de la página web de la Superfinanciera y de la página web de la respectiva empresa.

⁶ Se corrió el modelo utilizando el ratio dividendos/ventas para demostrar que los resultados son robustos a cualquier metodología utilizada. Los resultados se muestran en el Apéndice 3.

4. ESTADISTICA DESCRIPTIVA

En la Tabla 3.1, se puede observar la estadística descriptiva de la muestra total para las 279 empresas, así como también, la estadística correspondiente a la clasificación que se hizo de las submuestras entre las empresas que tienen Código implementado y las que no, 71 y 208 respectivamente, y las que pagan dividendos a sus accionistas (126 empresas).

La variable dependiente del modelo, ratio de dividendos pagados, es positiva en el 45% (126 empresas) de la muestra total. Este grupo de empresas tuvo una tasa de dividendo promedio entre los años 1997 a 2008 del 44.9% (ver Gráfica 2). Se observa un crecimiento acelerado de esta tasa para los dos últimos años (2007 – 2008) donde llega al 55.7%, creciendo el 30% (12.8 puntos porcentuales adicionales) con respecto al promedio acumulado alcanzado al año 2006. Estos dos años coinciden con la exigencia por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, de la elaboración y presentación de la Encuesta Código País. Esta exigencia y regulación a las empresas a través del Código de Gobierno, ha ido cambiando el entendimiento y la forma de administrar y relacionar una empresa con todos los estamentos que interviene. Evidencia de esto, es que el 49% de las empresas que registran pago de dividendos a sus accionistas, tienen adoptado un Código de GC con una implementación promedio de 4 años⁷ (ver Gráfica 3.1 y 3.2). Para el caso colombiano, se observa que es altamente probable que una empresa que tenga implementado Código de GC, tenga decretada una política de pago de dividendos a sus accionistas. Actualmente, el 70% de las empresas que tienen Código realizan pagos a sus accionistas. Así mismo, cuando las empresas deciden pagar dividendos lo hacen en una tasa mayor aquellas empresas que tienen implementado el Código de Gobierno, pues mientras éstas lo hacen con un ratio promedio de dividendos pagados del 50%, las que no tienen Código implementado lo hacen a tasas del 40.4%.

Una de las variables que explica el modelo y que es uno de los determinantes de la tasa de dividendos, es el grado de concentración de la propiedad accionaria. En el desarrollo de este trabajo se midió el grado de concentración en función del Índice Herfindahl (ver Apéndice 2). Así mismo, para el cálculo de este indicador tuvo que conocerse la participación individual de los cinco primeros accionistas con los cuales se desarrolla un análisis estadístico y comparativo. Como es citado en la mayoría de los estudios realizados sobre el tema de concentración accionaria en Latinoamérica y en Colombia, las empresas de la región tienen altos niveles de concentración desde el primer hasta el quinto accionista: 53% al primer accionista, 73% al tercer accionista y 79% al quinto accionista y, en menor escala, para el caso colombiano: 44% al primer accionista, 65% al tercer accionista y 73% al quinto accionista (Fuenzalida, Mongrut, Nash & Benavides, 2008; Gutiérrez, Pombo & Taborda, 2005; Pombo & Gutiérrez, 2007). Éste estudio ha encontrado consistencia en el comportamiento de este indicador, aunque con un leve incremento porcentual (1 punto) para las 279 empresas analizadas: 47% al primer accionista, 67% al tercer accionista y 74% al quinto accionista (ver Gráfica 4.1, 4.2 y 4.3). Continuando con el análisis de concentración accionaria para las diferentes submuestras, con énfasis en los dos últimos años del análisis (2007 – 2008), hay una alta concentración (80.9%) en aquellas empresas que no realizan pago de dividendos (153 empresas) y de una forma más marcada en aquellas empresas que tienen ya implementado Código de GC (22 empresas de las 153). El 50% de las empresas que componen esta muestra de 22 empresas, tienen el 100% de su propiedad en manos de los cinco primeros accionistas y para cinco de ellas, en los tres primeros accionistas.

⁷ La ponderación de los cuatro (4) años se obtiene al realizar el promedio de la cantidad de años que lleva cada empresa con el Código, según su año de implementación.

En Colombia se observa un mayor grado de democratización, en términos de niveles de propiedad, en aquellas empresas que realizan pagos de dividendos a los accionistas (126 empresas). En este grupo de 126 empresas y particularmente en las 77 empresas que no poseen Código de Gobierno al 2008, se observan los menores niveles de concentración accionaria al quinto accionista, llegando inclusive a encontrarse para 10 empresas, niveles inferiores al 42% de grado de concentración.

La conclusión sobre esta variable y lo que se pudo evidenciar para el caso colombiano, es que existen niveles de concentración propietaria alrededor del 80%, tanto para las empresas que tienen Código de GC como para las empresas que realizan pago de dividendos. De otro lado, bajo el enfoque de las empresas que tienen Código de GC o no lo tienen, se observa que para las 208 empresas que no tienen implementado aún el Código, hay un nivel de concentración superior en aquellas empresas que no pagan dividendos a sus accionistas en comparación con las que si lo hacen. Esta comparación se hace a través del cálculo del índice Herfindahl en la Gráfica 5.

El rating del Código de Gobierno es otra de las variables que pueden explicarse como uno de los determinantes del ratio de dividendos pagados. Esta calificación es exclusiva para las 71 empresas que tienen implementado el Código de GC al año 2008 y que durante los dos últimos años del período de análisis dieron respuesta a la Encuesta de Código País exigida por la Superintendencia Financiera de Colombia. Estas empresas han alcanzado una calificación media de 43.6% con algunos valores extremos de baja calificación obteniendo un 14.5% y del 88.0% para la calificación más alta. La calificación del Código de GC tienen una volatilidad del 16.2%. Se encontró con contundencia una diferencia importante entre las empresas que teniendo calificación a través del Código de Gobierno, realizan pago de dividendos a sus accionistas (ver Gráfica 6). Hay una diferencia de 14.7 puntos porcentuales de mayor calificación en aquellas empresas que realizan el pago de los dividendos. Éstas alcanzan un rating de 48.4%. Para el año 2008, las empresas colombianas que tienen Código, han mejorado su calificación en 2.3 puntos porcentuales, llegando a 43.6%. De las 71 empresas, 31 empresas mejoraron su rating y sólo 12 empresas se quedaron con la misma calificación obtenida para el año 2007. Es importante resaltar que un grupo de 7 empresas (cerca del 10% de la muestra de empresas que tiene implementado el Código) tuvieron un retroceso significativo de 13.3 puntos porcentuales en su calificación, pasaron de tener un rating promedio para el 2007 de 44.6% a uno del 31.3% en el 2008. Sin embargo, si se analiza bajo la óptica de aquellas empresas que tienen Código de GC y separando entre las que pagan dividendos y no lo hacen, para ambos grupos se observa un incremento y un esfuerzo grande por aumentar su rating. Las 49 empresas que realizan pago de dividendos mostraron evidencia de esto subiendo 2 puntos porcentuales su rating, ubicándose en el 47.9%, mientras que las 22 empresas que no realizan pago de dividendos incrementan en 2.6% su rating promedio, para llegar en 2008 al 37.4%.

Otro grupo de variables potenciales que tratan de explicar el modelo y el impacto sobre la tasa de dividendos de las empresas, son los indicadores de gestión y desempeño propios de la empresa tales como: rendimiento sobre los activos financieros, apalancamiento, los activos tangibles, las ventas, el margen operacional y la utilidad neta. Si se analiza el grado de apalancamiento que tienen todas las empresas seleccionadas para este análisis, se puede ver un apalancamiento general de 37.1% y similar entre aquellas empresas que tiene Código de Gobierno. Las 71 empresas que tienen implementado el Código de Gobierno tienen un apalancamiento del 37.4% y para las que no lo tienen es del 36.9%, es decir, una diferencia de tan solo 0.5%.

Los resultados recién descritos no soportan de forma contundente los hallazgos encontrados por Benavides (2009), quien presentó evidencia de una relación muy marcada entre apalancamiento y GC. De acuerdo con las anteriores cifras, podría decirse que la tenencia de Código de Gobierno para una empresa en Colombia, no alcanza a reflejar aún la mayor posibilidad de apalancamiento, entendida bajo la óptica de una percepción de menor riesgo por parte de proveedores de servicios financieros y/o proveedores de bienes y servicios. De otro lado, y bajo la perspectiva del pago de dividendos, sí se marca una diferencia importante entre las empresas que pagan dividendos y aquellas que no lo hacen. Las 126 empresas que pagan dividendos tienen un apalancamiento del 31.4%, mientras que las 153 empresas que no pagan dividendos lo superan ampliamente en 13.4 puntos porcentuales, llegando a 44.8%. Con respecto al tamaño de las empresas, aquellas que tienen implementado el Código son 21% más grandes que las empresas que no lo tienen y, en el contexto del pago de dividendos, las 126 empresas que pagan dividendos son 12% más grandes que las que no pagan. En términos generales, el crecimiento en ventas que han tenido las empresas colombianas en este periodo ha sido a un ritmo sostenido y creciente.

Por último, dentro de este análisis de estadística descriptiva, se encontró que las variables roa, ebit y profit se encuentran muy afectadas en sus resultados acumulados, producto del bajo desempeño que tuvieron las empresas colombianas para el periodo 1997 – 2002, probablemente asociado al comportamiento de la economía durante esos años. Sin embargo, algunas observaciones importantes fueron encontradas durante el análisis. En términos de roa y roaf, hay un mejor desempeño en ambas variables para las empresas que poseen Código de Gobierno. El roa que alcanzan las empresas que tiene Código es del 3.3% mientras que para aquellas que no lo tienen implementado llega sólo al 0.3%. Bajo el análisis del pago de dividendos, las empresas que han pagado tienen un roa de 4.3% y un roaf de 5.4%, mientras que las empresas que no han pagado dividendos, tienen una rentabilidad sobre el activo negativa en -2.4% y un roaf muy similar del -2.6%. Sobre el ebit, encontramos que las 126 empresas que pagan dividendo, generan el doble de ebit en comparación con las empresas que no pagan dividendos. Profundizando en las 153 empresas que no pagan dividendos, se observa una gran diferencia entre las empresas que tienen Código de Gobierno y que alcanzan un margen del 8%, muy superior al compararse con el -21% que generan las que no tienen el Código. Con respecto al profit del 9.9% que generan las 279 empresas de este estudio, las empresas que tiene Código tienen 3.3 puntos porcentuales menos de rentabilidad frente a las que no lo han implementado. Las empresas colombianas que no tienen Código de GC (208) tiene un profit 11.1%. Este mayor margen de rentabilidad obtenido por algunas empresas que no tienen el Código, ha posibilitado el pago de dividendos en 77 empresas, las cuales cuaduplican en profit a las 131 empresas que no pagan dividendos. Las Tabla 3.1. y 3.2 contiene toda la información que acá se describe.

5. EVIDENCIA EMPIRICA

5.1 Muestra Total (279 Empresas)

Las principales variables de interés son, por supuesto, el ratio de dividendos pagado (variable dependiente DPAY), la concentración propietaria (variable independiente HER), la tenencia de GC (variable independiente DYCODE) y la calidad del Código de GC (variable independiente DUM_RAT). En ésta sección será presentada la evidencia encontrada acerca de la relación existente entre la adopción del Código de GC, y su calidad, y la fijación de la política de dividendos. En las secciones siguientes se hará un análisis por submuestras para validar la robustez de los resultados, al mismo tiempo que se muestra

evidencia empírica de otros hallazgos interesantes en cuanto a determinantes del pago de dividendos para el caso colombiano. Posteriormente se concluye.

Para probar la primera hipótesis (H1), la aproximación inicial fue realizar una regresión *Pooled OLS* que por defecto supone errores IID. Sin embargo, como la estructura de error U_{it} en modelos de panel tiende a estar correlacionada a través del tiempo para un individuo dado (Cameron & Trivedi, 2009), se corrigió el modelo especificando clúster por compañía para los errores estándar, lo que produce estimadores consistentes cuando el término de perturbación no está idénticamente distribuido entre los paneles o existe correlación serial en el mismo.

Posteriormente se utilizó la prueba del Multiplicador de Lagrange de Breusch & Pagan para el modelo de componente del error⁸, cuya hipótesis nula es que la varianza es igual a cero (0) para la parte del error que es invariante a través del tiempo pero variante a través de los individuos, es decir, $Var(\alpha_i)=0$. La hipótesis nula fue estrictamente rechazada, por lo que la aproximación *Pooled OLS* no era apropiada y se debía modelar la heterogeneidad no observada.

Para definir si se debía modelar la heterogeneidad no observada a través de Efectos Fijos o de Efectos Aleatorios, se realizó el test de Hausman, el cual llevó a un fuerte rechazo de la hipótesis nula que sostiene que los Efectos Aleatorios proveen estimaciones consistentes y, por tanto, era mejor estimar los parámetros bajo Efectos Fijos. Luego, se verificó la presencia de heterocedasticidad en los residuales para una regresión bajo efectos fijos, a través del *Estadístico Modificado de Wald para modelos de Efectos Fijos*. Las pruebas llevaron a un estricto rechazo de la hipótesis nula que sostiene que la varianza es igual para todo individuo. La ventaja de éste estadístico frente a otros estadísticos para medir heterocedasticidad, es que trabaja bien bajo paneles desbalanceados e inclusive si el supuesto de normalidad en los residuales es violado (Stata: help xttest3). Se midió además el impacto de incluir Efectos Temporales (inclusión de las dummy de año) para modelar características inobservables que no cambian entre los individuos pero si en el tiempo (ρ_t). La prueba de significancia conjunta de éstas variables fue rechazada, por lo que no era necesario incluirlas en el modelo. Finalmente, se chequeó presencia de correlación contemporánea y serial. Nuevamente las pruebas llevaron a un estricto rechazo de las hipótesis nulas, con lo cual se concluye que se debe corregir el modelo por presencia de heterocedasticidad, correlación serial y correlación contemporánea⁹.

Económicamente existen dos metodologías para corregir por éste tipo de problemas en datos de panel: Mínimos Cuadrados Generalizados Factibles (FGLS por su sigla en inglés) ó MCO con Errores Estándar Corregidos por Panel (PCSE por su sigla en inglés). De acuerdo con Beck & Katz (1995), dado que ésta muestra está compuesta por 279 empresas, con un máximo de 12 años por individuo, los estimadores por FGLS no deben ser utilizados. Ellos demostraron que los estimadores por FGLS son correctos pero bajo muestras con T^{10} grande y N^{11} pequeño.

⁸ El modelo de componente del error sostiene que el término de perturbación está compuesto por una parte que varía a través de los individuos pero no del tiempo (α_i), otra parte que varía a través del tiempo pero no de los individuos (ρ_t) y un componente que representa el efecto de todas las otras variables que varían tanto entre individuos como a través del tiempo (ϵ_{it}). Su representación es la siguiente: $\mu_{it} = \alpha_i + \rho_t + \epsilon_{it}$ (Pérez, 2008).

⁹ Las pruebas de Hausman, Heterocedasticidad, Correlación Serial y Correlación Contemporánea no fueron reportadas como anexos en ésta investigación.

¹⁰ T = número de unidades de tiempo (años en nuestro caso)

¹¹ N = número de unidades de corte transversal (empresas en la muestra)

No existe en la literatura un número fijo para definir cuál debe ser la extensión mínima en periodos de tiempo que debe tener cada unidad de corte transversal, y aunque las metodologías actuales para datos de panel están construidas para trabajar con T pequeños, Beck (2001) recomienda que un número apropiado para T pudiera estar alrededor de 10 periodos de tiempo, generalmente expresados en años. Respecto al número de unidades de corte transversal, no existe restricción alguna sobre la cantidad de observaciones mínimas requeridas, es decir, no es indispensable que N sea grande pero sí lo es, generalmente no es nocivo (Beck, 2001). Por lo anterior, se eligió la regresión por PCSE defendida en el trabajo seminal de Beck & Katz (1995). Es importante señalar que una forma de tratar de modelar por efectos fijos bajo la metodología escogida (PCSE) es incluir una variable dicotómica por cada unidad de corte transversal de la muestra, pero debido a que las propiedades asintóticas de la muestra descansan sobre N y no sobre T, al tratar de modelar los efectos fijos se podría caer en el problema de los “incidental parameters” expuesto por Neyman & Scott (1948), por lo que finalmente se decidió modelar sin controlar por efectos fijos de compañía. Otros estudios que no han modelado este tipo de efectos son DeAngelo & DeAngelo (1990), Fama & French (2001), Zhang (2005), Bebczuk (2005), Minguéz (2006), Pombo & Gutiérrez (2007). La aproximación de éste estudio para modelar características específicas a ciertos grupos dentro de la muestra, será trabajar con submuestras.

Después de tenidas en cuenta las anteriores consideraciones, se procede a especificar una primera ecuación para medir el impacto de la tenencia de GC (dycode) sobre el ratio de pago de dividendos. La ecuación se presenta a continuación (las variables están definidas en la Tabla 2):

$$Dpay_{it} = \alpha_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 ROAf_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Her_{it} + \beta_7 Dycode_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Con } i = 1, \dots, N \quad \text{y} \quad t = 1, \dots, T$$

La Tabla 4.1 contiene los resultados de esta primera regresión, donde ε_{it} conserva las propiedades tradicionales del término de perturbación. El modelo corresponde a la muestra de 279 empresas con data entre los años 1997 – 2008. La regresión es altamente significativa y explica el 23% de la variación cross-section en el ratio de pago de dividendos. Los resultados para ésta primera aproximación son fundamentales para el objetivos de ésta investigación. Las principales variables de interés (HER – DYCODE) son estadísticamente significativas al 95% de confianza, mientras que el apalancamiento (LEV) lo es al 90% de confianza; los T-estadísticos son bastante buenos (muy cercanos a 2 o superiores) y su signo se comporta según lo esperábamos (ver Tabla 2). La evidencia muestra claramente una relación positiva entre la adopción del Código y el pago de dividendos, lo que está a favor de la hipótesis inicial (H1) y que, a la vez, se puede traducir como un retorno extraordinario que podría ser muy apreciado por cualquier inversionista, principalmente en periodos con bajas tasas de interés donde el retorno exigido sobre la inversión es más bajo.

Estos resultados sugieren que, en promedio, el pago de dividendos se ha incrementado un 6.9% a partir del momento de la adopción del Código de GC, es decir, un inversionista que desee obtener un retorno anormal sobre los dividendos que espera recibir, podría invertir en una empresa que tenga buenas prácticas y que esté próxima a adoptar el Código de GC. La complicación surge en determinar que tan pronto se adoptará el Código de GC.

En cuanto a la concentración de propiedad (HER), los hallazgos confirman la relación inversa que existe entre altos niveles de concentración y el ratio de pago de dividendos. Los resultados sugieren que las

empresas con mayor grado de concentración tienden a tener menores ratios de pago de dividendos. Esta relación pone en evidencia el riesgo de expropiación al que se enfrentan los accionistas minoritarios en economías emergentes con débiles reglas de protección a los accionistas¹², soportando los hallazgos de LLSV (2000).

Los resultados de ésta primera regresión sugieren que aquellas compañías colombianas con el índice de concentración más alto están repartiendo cerca de un 19% menos ($19\% \times 100\%$) de las utilidades generadas durante el ejercicio, mientras que para aquellas empresas con el menor índice de concentración, el impacto sobre la política de dividendos es tan solo de -0.08% ($-19\% \times 0.4\%$). Lo que se está observando es un comportamiento desfavorable para los accionistas minoritarios en empresas altamente concentradas, que consiste en que los principales accionistas pueden estar extrayendo flujos de caja de la empresa para beneficio propio, por vías diferentes a la distribución de dividendos, lo cual podría ser una explicación del por qué, en promedio, las empresas que no pagan dividendos tienen menores márgenes de rentabilidad operativa y neta que las empresas que sí pagan (ver Tabla 3.2). La magnitud de éste coeficiente se convierte en uno de los más relevantes dentro del modelo, siendo el de mayor impacto dentro de las variables de control micro. Otro resultado interesante, que en secciones próximas se hará más evidente, es que la variable de rentabilidad (ROA) no es totalmente significativa (aunque sí lo es al 10%), empezando a mostrar síntomas de que en Colombia la política de dividendos está asociada a factores distintos a la rentabilidad. Por su parte, la variable de control macro del modelo (GDP), registra un coeficiente negativo (-44.8%) que podría ser contra intuitivo si no se tiene en cuenta que, para medir el impacto de la variable, es necesario devolver la función a niveles comparables con el DPAY, es decir, aplicar el inverso de la función logarítmica con que se calculó al GDP, luego de lo cual se evidencia la relación positiva esperada.

Posteriormente, con el fin de corroborar la segunda hipótesis planteada para ésta investigación (H2), se hizo una nueva regresión reemplazando la variable asociada a tenencia de código, por aquella asociada a la calidad del código. La Tabla 4.2 reporta los resultados para ésta segunda aproximación. A continuación se especifica la ecuación a modelar (las variables están definidas en la Tabla 2):

$$Dpay_{it} = \alpha_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Her_{it} + \beta_7 Dum_Rat_{it} + \varepsilon_{it}$$

Con $i = 1, \dots, N$ y $t = 1, \dots, T$

A diferencia de la anterior regresión, para ésta nueva regresión se controla por la variable de interacción entre la tenencia del Código y su calidad (Dum_Rat).

El propósito de esta regresión es medir el impacto de la calidad del Código una vez se ha adoptado GC. Con esta metodología se puede establecer si el impacto sobre el ratio de dividendo está más influenciado por la tenencia del Código o por la calidad del mismo. El coeficiente obtenido en la regresión indica que, para una empresa con un rating promedio, el impacto de la calidad es cercano al 10% ($23\% \times 43\%$). Estos resultados, combinados con la alta significancia estadística de la variable de interacción, soportan la segunda hipótesis (H2) de la investigación, en la cual se establecía que la calidad del Código es determinante en la fijación de la política de dividendos para las empresas con GC.

¹² Estos resultados son aún más sorprendentes cuando se analiza el impacto de la concentración para la submuestra de empresas que pagan dividendos, resultados que serán analizados en la Sección 4.3

Si se compara éste efecto con el de adopción del Código de GC (6.9%), se estarían ampliando mucho más los hallazgos, en el sentido de aportar evidencia acerca de que el impacto de la adopción de buenas prácticas de gobierno, es magnificado por la calidad del Código adoptado en cerca de un 45%, es decir, 3.1 puntos porcentuales adicionales. Otro resultado interesante es la diferencia en el ratio de dividendos pagado entre las compañías con la más alta calidad en el código y las de menor calidad. Los resultados sugieren una diferencia cercana al 17% ($20\% - 3\%$)¹³. Estos hallazgos están soportando las teorías de costos de agencia para el caso colombiano, que asocian el incremento de los ratios de dividendos con el mejoramiento de los derechos de los accionistas y, por ende, con mejores prácticas de GC. Para el resto de variables incluidas en el modelo, los coeficientes y signos mantienen un comportamiento similar, tanto en significancia estadística como en magnitud, al reportado en el modelo anterior.

5.2 Submuestra sin Código de Gobierno Corporativo (208 Empresas)

Dada la relevancia y magnitud que tiene la concentración accionaria sobre el ratio de pago de dividendos de la muestra total, en ésta sección se procede al análisis de la submuestra compuesta por aquellas compañías que no han adoptado Código de GC, con el fin de verificar las relaciones anteriormente encontradas y, principalmente, para definir si la significancia de la concentración permanece aún cuando se trata de empresas que no han adoptado prácticas de buen gobierno. Hasta ahora la evidencia sugiere que todas las variables de control escogidas para la modelación, son determinantes en la fijación de la política de dividendos. Más aún, se encontró que la variable de control micro de mayor impacto es la concentración, lo que daría soporte a la teoría de los problemas de agencia. En ésta sección se aborda el análisis de una submuestra compuesta por 208 empresas que no tienen implementado el Código de GC.

La Tabla 5.1 registra los resultados iniciales del modelo. Estamos en presencia de un modelo con un poder explicativo inferior (18%), que bien puede ser explicado por la falta de una variable en comparación con el modelo anterior. Pese a ello la significancia global del modelo es buena. Como se esperaba, fue encontrada consistencia en los signos para cada uno de los coeficientes y significancia estadística en la mayoría de las variables, con excepción del apalancamiento (LEV). La variable de interés, concentración propietaria, es altamente significativa y, respecto al modelo anterior, registra en leve incremento en su impacto sobre el porcentaje de las utilidades que son distribuidas como dividendo.

En ésta submuestra es posible observar que, para un índice de concentración promedio, el impacto de la variable está indicando que la administración está repartiendo cerca de un 6% menos ($21\% \times 27.5\%$) de sus utilidades como dividendos. Aún más, ésta diferencia puede ser más marcada si se compara entre las empresas más concentradas y las menos concentradas, de lo cual se desprende que se pueden presentar diferencias hasta del 21% en el ratio de pago de dividendos entre ambos extremos.

Pasando al análisis del apalancamiento, ésta submuestra está arrojando nueva evidencia sobre la relación entre apalancamiento y política de dividendos para las empresas que no han adoptado código de buenas prácticas. Se puede observar que la variable pierde toda significancia estadística, cuya explicación puede no resultar tan obvia a simple vista. La interpretación de éste resultado lleva a una nueva aproximación: el hecho de adoptar prácticas de buen gobierno lleva a los administradores a ser más precavidos con el manejo de los flujos de caja de la compañía, a una mayor gestión del riesgo y a actuar en pro del beneficio común para todos los accionistas, por lo menos así debería ser en su parte teórica.

¹³ El impacto de la calidad del Código para las empresas con el más alto rating es del 20% ($23\% \times 88\%$), mientras que para las empresas con el más bajo estándar de Código es del 3% ($23\% \times 14.5\%$).

El hecho de que para las empresas sin GC el apalancamiento no resulte estadísticamente significativo puede estar implicando que los administradores no están siendo juiciosos con la administración de los flujos de caja de la compañía y, consecuentemente, están fijando políticas de dividendo sin tener en consideración la estructura de apalancamiento de la empresa (además de otros factores) y, por ende, la eventualidad de entrar en condición de insolvencia simplemente para que el mercado perciba que remunera bien a sus accionistas a pesar de no tener implementado el código de buenas prácticas. Ésta teoría soporta, en cierta medida, los hallazgos de Easterbrook (1984), en el sentido de que el GC actúa como medida de *control y/o vigilancia por parte del mercado* sobre la forma de actuar de los administradores ya que, con la implementación del Código, las empresas están deseosas de enviar al mercado señales de autorregulación y gestión eficiente por parte de su administración. En la Gráfica 7.1 y Gráfica 7.2 están reportados los análisis gráficos para la serie de los dividendos y del apalancamiento, respectivamente. Como se puede observar, desde el año 2000 la serie de los dividendos ha presentado altibajos muy marcados, mientras que el nivel de endeudamiento ha mostrado una tendencia más estable, confirmando la falta de asociación entre ambas series.

La Tabla 5.2 reporta el modelo definitivo para las empresas sin GC, es decir, excluyendo la variable de apalancamiento que no resultó significativa en la regresión de la Tabla 5.1. Los resultados obtenidos dan robustez al resto de las variables del modelo completo (279 empresas), al encontrar las mismas relaciones esperadas (signos) y alta significancia estadística.

5.3 Submuestra con ratio de dividendos positivo (126 empresas)

Finalmente, en ésta sección se aborda el análisis de la submuestra compuesta por aquellas empresas que por lo menos una vez, durante el horizonte de tiempo analizado, hayan pagado dividendos. La Tabla 6.1 reporta los resultados del modelo inicial propuesto para ésta submuestra. Este nuevo modelo explica el 27% de la variación cross-section en el ratio de pago de dividendos, a la vez que la regresión es altamente significativa. Como se puede observar, los resultados reportados corresponden al modelo controlado por la variable de interacción entre tenencia de Código y su calidad (*Dum_Rat*), debido a que con ella implícitamente estamos controlando tanto por el año de adopción del Código de GC como por su rating, según se explicó en la Sección 2.1 de la presente investigación.

Nuevamente las variables de control tienen el signo esperado y la principal variable de interés, *dum_rat*, otra vez está aportando evidencia sobre la existencia de una relación positiva entre las prácticas de GC y los ratios de pago de dividendos, cuyo efecto ésta vez es estadísticamente significativo al 10%. Estos resultados llevan a concluir que los hallazgos para el modelo general de las 279 empresas son robustos y que se ha podido confirmar, por diversas formas, la relevancia de la adopción de prácticas de buen gobierno sobre la política de dividendos.

Por otro lado, este modelo está aportando nueva evidencia sobre dos variables críticas que se intentarán analizar con detalle: concentración y rentabilidad. Se inicia con el análisis de la concentración. Los resultados reportados en la Tabla 6.1 sugieren que la medida de concentración propietaria (*HER*) debe salir del modelo por completa pérdida de significancia estadística. En pocas palabras, la evidencia aquí presentada sugiere que, para aquellas empresas con ratios de dividendo positivos, los niveles de concentración no son determinantes para la fijación de la política de dividendos. Estos resultados

pueden estar asociados a un factor fundamental: las empresas que no pagan dividendos son, en promedio, las que registran más elevados índices de concentración.

De acuerdo con la Tabla 3.2, el índice promedio de concentración para las empresas que no pagan dividendos (153 de 279) es cercano al 35%, mientras que las empresas que pagan dividendos tienen un ratio de concentración promedio del 27%. Sin embargo, para llegar a la raíz del problema, se utilizó el grupo de empresas que no tiene GC (las 208 analizadas en la Sección 4.2) y se dividen en otras dos submuestras: 131 empresas que no pagan dividendos y 77 empresas que pagan dividendos (ver Gráfica 1). En la Sección 4.2 se encontró que la concentración era determinante y estadísticamente significativa, pero no se discutieron los factores que la hacían significativa.

Un análisis sencillo pero contundente de la Tabla 3.2 lleva a resultados muy interesantes. Allí se muestra evidencia de que las empresas sin GC que no pagan dividendos (131) son más concentradas que las empresas sin GC que pagan dividendos (77), es decir, la significancia de la variable HER en la regresión de la Sección 4.2 es una combinación entre las que pagan y no pagan dividendos, pero el peso recae sobre las que no pagan dividendos por ser las más concentradas. En otras palabras, el grupo de empresas sobre el cual recae la significancia estadística de la concentración es aquel que no tiene Código de GC y no pagan dividendos.

Estos resultados traen a la luz los resultados que eran necesarios para concluir que en las empresas con ratios de dividendos positivos lo que importa es la tenencia de GC y no la concentración, ya que el peso de ésta última variable recae sobre el grupo de empresas que no pagan dividendos, solo que no se puede verificar con una regresión ya que en dicho caso la variable dependiente (Dpay) sería un vector de ceros. Pese a ello, en ésta sección se trató de probarlo mostrando una aproximación sencilla, e intuitiva, que surge del análisis de estadística descriptiva. Adicionalmente, si se analizan los ratings de calidad del Código entre las empresas pagadoras de dividendos y las que no pagan dividendos, es posible encontrar una diferencia que ronda el 11% a favor de las primeras, lo cual brinda otra evidencia de que las empresas con ratios de dividendos positivos tienen, en promedio, mejores prácticas de GC, otra razón más para que la concentración propietaria pase a un segundo plano. En éste orden de ideas, la evidencia empírica sugiere que el riesgo de expropiación sólo está presente en la submuestra de compañías que no pagan dividendos, lo que inmediatamente lleva a asociar la significancia estadística de la variable HER en la muestra total (279 empresas) con el peso que tienen las empresas que no pagan dividendos dentro de dicha muestra global (55%).

El último esfuerzo se centrará en presentar ligeramente, ya que no está dentro del alcance de ésta investigación, la evidencia encontrada sobre la relación entre rentabilidad y política de dividendos. De la Tabla 6.1 es evidente la falta de significancia estadística de la medida de rentabilidad (ROA), sugiriendo que las empresas que distribuyen dividendos en Colombia, fijan sus políticas de dividendos teniendo en consideración factores diferentes a la rentabilidad generada durante el ejercicio¹⁴.

Estos resultados son bastante interesantes y estarían soportando una teoría que fue planteada anteriormente: “...los administradores no están siendo juiciosos con la administración de los flujos de caja de la compañía y, consecuentemente, están fijando políticas de dividendo sin tener en consideración la estructura de apalancamiento de la empresa (además de otros factores) y, por ende, la eventualidad

¹⁴ Esta afirmación también está soportada sobre las múltiples regresiones hechas (no reportadas) en las cuales el Margen de Rentabilidad Neto (PROFIT) fue descartado de todo análisis por falta de significancia estadística.

de entrar en condición de insolvencia simplemente para que el mercado perciba que remunera bien a sus accionistas...”.

Este resultado además se podría soportar en los hallazgos de LLSV (2000) bajo la teoría del “Substitute Model” que establece la necesidad de las empresas por crear una reputación de “moderación en la expropiación a los accionistas”. Similarmente, los resultados de DeAngelo & DeAngelo (1990) podrían ayudarnos a soportar ésta evidencia ya que ellos sugieren que, para empresas que se han caracterizado por haber pagado durante varios años dividendos, los administradores prefieren pagar a toda costa sus dividendos en vez de quedar “marcados” como los primeros administradores en muchos años que fallaron en generar dinero para los accionistas.

La Tabla 6.2 reporta la regresión definitiva para las 126 empresas, excluyendo las variables no significativas de la anterior regresión. En comparación con el modelo anterior, se ha incrementado el poder explicativo del modelo al mismo tiempo que, individualmente, la variable de interacción *dum_rat* incrementa levemente su significancia estadística. Por otra parte, el apalancamiento recupera significancia estadística respecto al modelo de la Sección 4.2, reforzando la teoría de que tanto la Política de Dividendos como el Código de GC, actúan como un mecanismo de control que potencialmente se podría ver reflejado en el mejoramiento de los derechos de los accionistas, principalmente de aquellos que no tienen la posibilidad de intervenir en la toma de decisiones corporativas, es decir, los *outsiders*.

6. CONCLUSIONES

Esta investigación tenía como objeto principal medir el impacto de la adopción del Código de GC y de su calidad, como factores determinantes del ratio de dividendos pagados. Para ambas variables se encontró una relación positiva, y estadísticamente significativa, con la política dividendos. Se mostró por primera vez, para el caso colombiano, que mayores ratios de pago de dividendos han estado asociados a mejores índices de Gobierno Corporativo, lo que da soporte a la segunda hipótesis de ésta investigación de que el mayor impacto asociado a las prácticas de buen gobierno lo aporta la misma administración a través de la emisión de códigos lo suficientemente buenos que permitan el fortalecimiento de las relaciones entre accionistas y administradores y, paralelamente, el mejoramiento de los derechos de los accionistas.

Éstos hallazgos están alineados con lo encontrado por otros autores como: Kowalewski, Stetsyuk & Talavera (2007), Bebczuk (2005) y LLSV (2000). Se presentó evidencia de que las relaciones encontradas son robustas a diferentes ponderaciones para medir la calidad del Código, a otras formas de medir el ratio de dividendos como, también, al manejo de submuestras dentro de la muestra global. De igual manera, los resultados de la investigación confirmaron la relación sospechada entre las diversas variables de control tenidas en cuenta dentro del estudio, complementándolo con el aporte de nueva evidencia sobre el impacto de tres variables fundamentales: Concentración Propietaria, Apalancamiento y Rentabilidad.

Respecto a la concentración accionaria, se logró cuantificar su impacto sobre la política de dividendos y corroborar que en Colombia los cinco primeros accionistas controlan, en promedio, el 74% de las acciones. Otros estudios que corroboran este indicador, fueron desarrollados por Gutiérrez, Pombo & Taborda (2005); Pombo & Gutiérrez (2007); Fuenzalida, Mongrut, Nash & Benavides (2008). La evidencia sugiere que en el mercado colombiano, un país que se caracteriza por débiles reglas de protección al

inversionista minoritario (LLSV, 2000), después de controlar por las variables de Gobierno Corporativo, la concentración es la variable de mayor impacto sobre la decisión de fijar la porción de las utilidades a distribuir vía dividendo.

Estos resultados llevan a plantear una recomendación en términos de política: mientras las prácticas de GC no sean difundidas en su totalidad y no se impongan medidas más estrictas que lleven a la estandarización de las prácticas de buen gobierno entre las empresas (recordemos que en la muestra el menor índice de calidad registrado era cercano al 14.5%, un código muy pobre que no amerita el tiempo ni los recursos invertidos para su divulgación y puesta en marcha), una medida de política pública debería adoptarse, bajo el marco legal, para proteger efectivamente a los accionistas minoritarios y, en general, a los *outsiders* del riesgo inminente de expropiación. Adicionalmente, la idea de que los accionistas están en inminente riesgo de expropiación esta reforzada por los resultados presentados, dado que se aportaron pruebas de que la concentración juega un papel protagónico en la submuestra de empresas que no paga dividendos. Lo que no es posible probar es si, en dicha submuestra de empresas que no distribuyen dividendos, el riesgo del que hablamos ya ha sido materializado.

También se aportó alguna evidencia sobre la “no tan obvia” relación entre apalancamiento y política de dividendos. Se encontró una relación inversa y estadísticamente significativa entre el apalancamiento y el ratio de pago de dividendos, tanto para la muestra total como para la submuestra de empresas pagadoras de dividendos. Sin embargo, al analizar la submuestra de empresas sin GC, nos encontramos en presencia de falta de significancia estadística.

Esta falta de asociación sugiere que las empresas sin GC son indiferentes ante su estructura de apalancamiento a la hora de decretar los dividendos, no tienen en cuenta las restricciones que ejerce la deuda sobre el flujo de caja y, por ende, incrementando el riesgo de insolvencia. La evidencia está nuevamente a favor de la adopción de prácticas de buen gobierno, en el sentido de que el GC actúa como mecanismo de control y supervisión para evitar que prácticas de éste estilo sean llevadas a cabo, poniendo en riesgo tanto el patrimonio de los accionistas como la estabilidad del sistema a través de la capacidad de generar empleo.

Finalmente, se resalta la evidencia que va en contra de las investigaciones que sostienen que firmas más rentables son más propensas a pagar dividendos. Los resultados de las diversas regresiones sugieren que la medida de rentabilidad (ROA) es estadísticamente significativa en la regresión de la muestra total y en la submuestra de las empresas sin GC. Sin embargo, al analizar la submuestra de empresas que han pagado dividendos, la falta de significancia estadística indica que, en Colombia, la rentabilidad no es un determinante, lo que encuentra un soporte bajo los hallazgos en otros estudios como el de DeAngelo & DeAngelo (1990) y LLSV (2000). En conclusión, éste estudio aporta evidencia de que las empresas colombianas que tienen establecida una política de dividendos, no están condicionadas a un resultado favorable en su ejercicio, lo que eventualmente podría conllevar a que la administración tome la decisión de buscar alternativas de financiación para sostener una política de dividendos en el tiempo.

REFERENCIAS

- Bebczuk, R. (2005) Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina, *Working Paper*, Center for Financial Stability
- Beck, N. (2001) Time-Series Cross-Section Data: What Have We Learned in the Last Few Years?, *Revised version of a paper presented at a conference on the Analysis of Repeated Cross Section, Nijmegen, The Netherlands*
- Beck, N. and J. N. Katz (1995) What to do (and not to do) with Time-series Cross-section Data, *American Political Science Review*, Vol. 89, 634-647
- Benavides, J (2009) Governance Codes: Facts or Fictions? A Study of Governance Codes in Colombia, *Working Paper*, Universidad ICESI
- Berle, A. and G. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, ISBN 0887388876, New York: MacMillan
- Bhattacharya, S. (1979) Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy." *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, 259-270
- Black, B. (2001) The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms, *Emerging Markets Review*, Vol. 2, 89-108
- Black, F. (1976) The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, 5-8
- Brealey, R. and S. Myers (2005) *Principles of Corporate Finance*, 8th edition, London: McGraw-Hill
- Cameron and Trivedi (2009) *Stata Bookstore: Microeconometrics Using Stata*. ISBN-10: 1-59718-048-3 Editorial: Stata Press
- Carvalho da Silva, A. and R. Leal (2003) Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil, *Working Paper*
- Claessens, S. (2003) Corporate Governance and Development, *Global Corporate Governance Forum Focus* 1, 17-18
- Cubbin, J. and D. Leech (1983) The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: Theory and measurement. *Economic Journal*, Vol. 93, 351-369
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1990). Dividend Policy and Financial Distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms, *Journal of Finance*, Vol. 45, 1415-1431
- Easterbrook, F. (1984) Two agency-cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, Vol. 74, 650-659
- Eiteman, D., A. Stonehill and M. Moffet (2007) *Multinational Business Finance*, Onceava edición, Boston: Pearson Addison Wesley
- Fama, E. and K. French, K. (2001) Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics of Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 3-43
- Fuenzalida D., S. Mongrut, M. Nash y J. Benavides (2008) Estructura Propietaria y Rendimientos Bursátiles en Suramérica. *Cuadernos de Administración*, Vol. 21, No 35, 11-35.

- Gompers P., J. Ishii and A. Metrick (2003) Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, 107-155
- Gutiérrez, L., C. Pombo and R. Taborda (2005) Ownership and Control in Colombian Corporations, *Working Papers*, Inter-American Development Bank, Research Department
- Jensen, G., D. Solberg and T. Zorn (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, 247-263
- Jensen, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, 323-329
- Jensen, M. and W. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360
- Jiraporn P. and Y. Ning (2006) Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance, *Working Paper*. Pennsylvania State University y University of Houston – Victoria
- Johnson, S. and A. Shleifer (2001) Privatization and Corporate Governance, *In: 12th Annual East Asian Seminar on Economics*
- Kowalewski O., I. Stetsyuk and O. Talavera (2007) Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, *Working Paper*, Warsaw School of Economics, UMCS y DIW Berlin
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000) Agency Problems and Dividend Policies Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 55, 1–33
- Mayorga, M. y E. Muñoz (2000) La Técnica de Datos de Panel: Una Guía para su Uso e Interpretación, Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigaciones Económicas
- Mehar, A. (2003) Corporate Governance and Dividend Policy, *MPRA Paper*, Vol. 619, University Library of Munich, Germany
- Miller, M. and K. Rock (1985) Dividend Policy Under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, Vol. 40, 1031-1052
- Minguéz, A. (2006) Política de Dividendos, Riesgo, Endeudamiento y Estructura de Propiedad: Un Análisis para el Mercado Español, *Working Paper*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas
- Mitton, T. (2004) Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, Vol. 5, 409-426.
- Neyman, J. and E. Scott (1948) Consistent Estimates Based on Partially Consistent Observations, *Econométrica The Econometric Society*, Vol. 16, No. 1, 1-32
- Padgett, C. and A. Shabbir (2005) The UK Code of Corporate Governance: Link between Compliance and Firm Performance, *discussion papers in finance*, ICMA Centre, University of Reading
- Pérez, C. (2008) *Econometría Avanzada: Técnicas y Herramientas*, ISBN: 9788483224793. 1ra. Edición
- Pombo, C. and L. Gutierrez (2007) Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia, *Working Papers* 4470, Inter-American Development Bank, Research Department
- Rozeff, M. (1982) Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, Vol. 5, 249-259

Zhang, H. (2005) Corporate Governance and Dividend Policy: a Comparison of Chinese Firms Listed in Hong Kung and in the Mainland, *Tesis para optar al título de Doctor*, The Hong Kong University of Science and Technology

Tabla 1 – EMPRESAS PERTENECIENTES A LA MUESTRA

La Tabla reporta las empresas de las que se obtuvo información financiera para la realización de ésta investigación. La muestra está compuesta por 279 empresas no financieras, con cifras disponibles para el periodo comprendido entre los años 1997 a 2008, que se encuentra inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). La información está compilada en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV– y fue descargada desde la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera). La primera columna de la Tabla (Nº) corresponde al número con que fue identificada cada compañía en Stata/SE 11.1, la segunda columna corresponde a la razón social de la compañía y, la tercera columna, corresponde al año de adopción del Código de GC (N.A. está indicando la NO tenencia de GC para esa unidad específica).

Nº	Company	Code Year
1	ABONOS COLOMBIANOS S.A.	N.A.
2	ACCINEGOCIOS LTDA.	N.A.
3	ACCIONES Y APORTES LTDA.	N.A.
4	ACCIONES Y PARTICIPACIONES LTDA.	N.A.
5	ACEITES COMESTIBLES DEL SINU S.A.	N.A.
6	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A. -EN REESTRUCTURA	2007
7	ACTIUNIDOS S.A.	N.A.
8	ADMINEGOCIOS S.A.	N.A.
9	ADMINVER S.A.	N.A.
10	AEROLINEAS CENTRALES DE COLOMBIA S.A.	N.A.
11	AEROVÍAS DE INTEGRACIÓN REGIONAL S.A.	N.A.
12	AEROVÍAS NACIONALES DE COLOMBIA S.A.	N.A.
13	AGREX S.A.	N.A.
14	AGROGANADERA DEL VALLE DEL CAUCA S.A.	N.A.
15	AGROGUACHAL S.A.	N.A.
16	ALGODONEROS DE VILLAVICENCIO S.A.	N.A.
17	ALIMENTOS DERIVADOS DE LA CAÑA S.A. ADECAÑA S.A. (ANTES	N.A.
18	ALMACENES CORONA S.A.	2001
19	ALMACENES EXITO S.A.	2002
20	ALMACENES PAGUEMENOS S.A. -EN LIQUIDACION OBLIGATORIA	N.A.
21	ALPINA PRODUCTOS ALIMENTICIOS S.A.	N.A.
22	ALUMINIO NACIONAL S.A.	N.A.
23	ANTIOQUEÑA DE AUTOMOTORES Y REPUESTOS S.A.	N.A.
24	ASOCIACION PARA LA VIVIENDA POPULAR SIMON BOLIVAR	N.A.
25	BASF QUIMICA COLOMBIANA S.A.	N.A.
26	BAVARIA S.A.	2002
27	BIOFILM S.A.	N.A.
28	BRIO DE COLOMBIA S.A.	N.A.
29	C.I. CARBONES DEL CARIBE S.A.	N.A.
30	CALES Y CEMENTOS DE TOLUVIEJO S.A.	N.A.
31	CARACOL PRIMERA CADENA RADIAL COLOMBIANA S.A.	N.A.
32	CARACOL TELEVISION S.A.	2001
33	CARIBE MOTOR DE MEDELLIN S.A.	N.A.
34	CARIBU INTERNACIONAL S.A.	N.A.
35	CARTON DE COLOMBIA S.A.	2004
36	CARULLA VIVERO S.A.	2002
37	CARVAJAL S.A.	N.A.
38	CASA TORO S.A.	N.A.
39	CASTILLA INDUSTRIAL S.A.	N.A.
40	CEMENTOS ARGOS S.A. (ANTES CEMENTOS DEL	2005
41	CEMENTOS BOYACA S.A.	N.A.
42	CEMENTOS DEL CARIBE S.A.	N.A.
43	CEMENTOS DIAMANTE S.A.	N.A.
44	CEMENTOS PAZ DEL RIO S.A.	N.A.
45	CEMENTOS RIOCLARO S.A.	N.A.
46	CENTRAL DE ABASTOS DE BUCARAMANGA S.A.	N.A.
47	CENTRAL HIDROELECTRICA DE BETANIA S.A. E.S.P.	N.A.
48	CENTRAL TUMACO S.A.	N.A.
49	CENTRO INTERNACIONAL DE CARTAGENA DE INDIAS S.A.	N.A.
50	CERVECERIA AGUILA S.A.	N.A.
51	CERVECERIA UNION S.A.	N.A.
52	CHEVRON PETROLEUM COMPANY	N.A.
53	CHIVOR S.A. E.S.P.	N.A.
54	CINE COLOMBIA S.A.	N.A.
55	CLINICA COLSANITAS S.A.	N.A.
56	CLINICA DE MARLY S.A.	2007
57	CLINICA DE OCCIDENTE S.A.	N.A.
58	CODENSA S.A. E.S.P.	2006
59	COLMAQUINAS S.A.	N.A.
60	COLOMBIA MOVIL S.A. E.S.P.	N.A.

Nº	Company	Code Year
61	COLOMBINA S.A.	2006
62	COLOMSAT S.A.	N.A.
63	COLTEJER S.A.	N.A.
64	COMERCIALIZADORA FERRETERA S.A. -EN LIQUI	N.A.
65	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL DEL PACIF	N.A.
66	COMPAÑIA AGRICOLA SAN FELIPE S.A.	N.A.
67	COMPAÑIA CAUCANA DE DESARROLLOS S.A. CAUCADESA S.A.	N.A.
68	COMPAÑIA CELULAR DE COLOMBIA COCELCO S.A.	N.A.
69	COMPAÑIA CENTRAL DE CARGA S.A. - EN CONCORDATO	N.A.
70	COMPAÑIA COLOMBIANA DE CERAMICA S.A.	2001
71	COMPAÑIA COLOMBIANA DE CLINKER S.A.	N.A.
72	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSION COLSEGUROS S.A.	N.A.
73	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES AGRICOLAS S.A.	N.A.
74	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES DEL CAUCA S.A. -EN LIQUI	N.A.
75	COMPAÑIA COLOMBIANA DE INVERSIONES S.A. E.S.P.	2007
76	COMPAÑIA COLOMBIANA DE TABACO S.A.	N.A.
77	COMPAÑIA DE ELECTRICIDAD TULUA S.A. E.S.	N.A.
78	COMPAÑIA DE EMPAQUES S.A.	N.A.
79	COMPAÑIA DE INVERSIONES BOGOTA S.A.	N.A.
80	COMPAÑIA DE MEDICINA PREPAGADA COLSANITAS S.A.	N.A.
81	COMPAÑIA HOTELERA DE CARTAGENA DE INDIAS S.A.	N.A.
82	COMPAÑIA INVERSORA COLMENA S.A.	N.A.
83	COMPAÑIA NACIONAL DE VIDRIOS S.A.	N.A.
84	COMPAÑIAS DE LIMA S.A.	N.A.
85	COMPLEJO TURISTICO DEL ESPINAL S.A.	N.A.
86	COMPUDEC S.A.	N.A.
87	COMUNICACION CELULAR S.A.	2002
88	CONCESIONARIA TIBITOC S.A. E.S.P.	N.A.
89	CONCESIONES URBANAS S.A.	2006
90	CONCRETO S.A.	2007
91	CONFECIONES COLOMBIA S.A.	2006
92	CONSTRUCCIONES CIVILES S.A.	2007
93	COOMEVA ENTIDAD PROMOTORA DE SALUD S.A.	2001
94	CORPORACION DE FERIAS Y EXPOSICIONES S.A.	2007
95	CRISTALERIA PELDAR S.A.	N.A.
96	DIACO S.A.	N.A.
97	DISTRAL S.A. -EN LIQUIDACION OBLIGATORIA	N.A.
98	ECOPETROL S.A.	2004
99	EDATEL S.A. E.S.P.	2004
100	EDITORIAL EL GLOBO S.A.	N.A.
101	EL PAIS S.A.	N.A.
102	ELECTROPORCELANA GAMMA S.A.	2001
103	EMGESA S.A. E.S.P.	2004
104	EMPRESA DE ACUEDUCTO Y ALCANTARILLADO DE BOGOTA E.S.P.	2007
105	EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P.	2005
106	EMPRESA DE FOSFATOS DEL HUILA S.A.	N.A.
107	EMPRESA DE MEDICINA INTEGRAL EMI S.A.	2006
108	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE ARMENIA	N.A.
109	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. ESP	2003
110	EMPRESA METALMECANICA DE ALUMINIO S.A. -	N.A.
111	EMPRESAS PUBLICAS DE MEDELLIN E.S.P.	2001
112	ENKA DE COLOMBIA S.A.	2001
113	EPM BOGOTA S.A. E.S.P.	2002
114	EPM TELECOMUNICACIONES S.A. E.S.P.	2006
115	EQUIPOS GLEASON S.A.	N.A.
116	ESTACION TERM. DE DIST. DE PROD. DE PETR. B/MANGA	N.A.
117	ESTRUCTURAS CENO DE ANTIOQUIA S.A.	N.A.
118	ETERNIT COLOMBIANA S.A.	2007
119	ETERNIT PACIFICO S.A.	N.A.
120	FABRICA TEXTIL DE LOS ANDES S.A.	N.A.

Nº	Company	Code Year
121	FEDERACION DE TEXTILEROS S.A. - EN LIQUID. OBLIGAT.	N.A.
122	FIBRATOLIMA S.A.	N.A.
123	FILMTEX S.A. (AVALISTA EMISION SINDICADA	2002
124	FOGANSÁ S.A.	N.A.
125	FONDO BUFALERO DEL CENTRO S.A.	N.A.
126	FONDO GANADERO DE ARAUCA S.A.	N.A.
127	FONDO GANADERO DE BOLIVAR S.A.	N.A.
128	FONDO GANADERO DE BOYACA S.A.	N.A.
129	FONDO GANADERO DE CORDOBA S.A.	N.A.
130	FONDO GANADERO DE CUNDINAMARCA S.A.	N.A.
131	FONDO GANADERO DE RISARALDA S.A.	N.A.
132	FONDO GANADERO DE SANTANDER S.A.	N.A.
133	FONDO GANADERO DE SUCRE S.A.	N.A.
134	FONDO GANADERO DEL ATLANTICO S.A.	N.A.
135	FONDO GANADERO DEL CAQUETA S.A.	N.A.
136	FONDO GANADERO DEL CAUCA S.A.	N.A.
137	FONDO GANADERO DEL CESAR S.A.	N.A.
138	FONDO GANADERO DEL HUILA S.A.	N.A.
139	FONDO GANADERO DEL MAGDALENA S.A.	N.A.
140	FONDO GANADERO DEL META S.A.	N.A.
141	FONDO GANADERO DEL NORTE DE SANTANDER S.A	N.A.
142	FONDO GANADERO DEL OCCIDENTE COLOMBIANO S.A.	N.A.
143	FONDO GANADERO DEL TOLIMA S.A.	N.A.
144	FRUTAS DEL TROPICO S.A.	N.A.
145	FUNDACION SOCIAL	N.A.
146	GAS NATURAL DEL ORIENTE S.A.E.S.P.	N.A.
147	GAS NATURAL E.S.P.	N.A.
148	GASEOSAS POSADA TOBON S.A.	2005
149	GENERAL EQUIPOS DE COLOMBIA S.A.	N.A.
150	GENERAR S.A. E.S.P.	2002
151	GLOBAL CROSSING COLOMBIA S.A.	2003
152	GRAN CADENA DE ALMACENES COLOMBIANOS S.A.	N.A.
153	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	2003
154	GRUPO NACIONAL DE CHOCOLATES S.A.	2004
155	HOECHST COLOMBIANA S.A.	N.A.
156	HOTEL BOGOTA REGENCY S.A.	N.A.
157	HOTEL DE PEREIRA S.A.	N.A.
158	HOTELES ESTELAR S.A.	N.A.
159	INDUSTRIA COLOMBIANA DE ARTEFACTOS S.A. -EN CONCORDATO	N.A.
160	INDUSTRIA COLOMBIANA DE LLANTAS S.A.	N.A.
161	INDUSTRIA NACIONAL DE GASEOSAS S.A. (ANT	N.A.
162	INDUSTRIAS ALIMENTICIAS NOEL S.A.	N.A.
163	INDUSTRIAS E INVERSIONES SAMPER S.A. - EN CONCORDATO	N.A.
164	INDUSTRIAS ESTRA S.A.	2007
165	INDUSTRIAS LEHNER S.A.	N.A.
166	INDUSTRIAS METALURGICAS UNIDAS S.A.	2006
167	INGENIERIA ESPECIALIZADA S.A.	N.A.
168	INGENIO CENTRAL CASTILLA S.A	2003
169	INGENIO DEL CAUCA S.A.	N.A.
170	INGENIO LA CABAYA S.A.	2002
171	INTEGRAL S.A.	N.A.
172	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	2001
173	INVERALIMENTICIAS S.A. (ANTES INVERALIMENTICIAS NOEL S.A.)	N.A.
174	INVERAVAL S.A.	N.A.
175	INVERSIONES ARGOS S.A. (ANTES COMPAYÓA D	2002
176	INVERSIONES CC S.A	2007
177	INVERSIONES EQUIPOS Y SERVICIOS S.A.	N.A.
178	INVERSIONES IDERNA S.A.	N.A.
179	INVERSIONES MUNDIAL S.A.	2007
180	INVERSIONES REACOL S.A. - EN LIQUIDACION	N.A.
181	INVERSIONES VALSIMESA S.A.	N.A.
182	INVERSIONES VENECIA S.A.	N.A.
183	INVERSIONES Y CONSTRUCCIONES CATANIA S.A.	N.A.
184	INVERSIONES Y PROMOCIONES S.A. - EN LIQUIDACION	N.A.
185	IROTAMA S.A.	N.A.
186	ISAGEN S.A. E.S.P.	2006
187	LABORATORIOS LISTER S.A.	N.A.
188	LADRILLERA SANTA FE S.A.	N.A.
189	LAMITECH S.A.	2007
190	LOCERIA COLOMBIANA S.A.	2002
191	MAC S.A.	N.A.
192	MALTERIAS DE COLOMBIA S.A.	N.A.
193	MANUELITA S.A.	N.A.
194	MANUFACTURAS DE CEMENTO S.A.	N.A.
195	MANUFACTURAS DE CUERO LA CORONA S.A.	N.A.
196	MARINA SANTA CRUZ S.A.	N.A.
197	MAYAGUEZ S.A.	N.A.
198	METROTEL REDES S.A.	N.A.
199	MINEROS NACIONALES S.A.	N.A.
200	MINEROS S.A.	2002

Nº	Company	Code Year
201	MONOMEROS COLOMBO-VENEZOLANOS S.A.	N.A.
202	MONTANA S.A.	N.A.
203	MULTIDIMENSIONALES S.A.	N.A.
204	OCCIDENTAL DE COLOMBIA INC	N.A.
205	OCCIDENTE Y CARIBE CELULAR S.A. -TEMP	N.A.
206	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL	2006
207	OSPINAS Y CIA. S.A.	N.A.
208	P.C.A. PRODUCTORA Y COMERCIALIZADORA DE ALIMENTOS S.A.	N.A.
209	PALMERAS DEL YARIMA S.A.	N.A.
210	PANAMCO S.A.	N.A.
211	PAÑOS VICUÑA SANTA FE S.A. -EN CONCORDATO	N.A.
212	PAPELES NACIONALES S.A.(RESOLUCION CANCE	N.A.
213	PAVCO S.A.	N.A.
214	PETROQUIMICA COLOMBIANA S.A.	N.A.
215	PLANTA TERMINAL DE DIST. DE PROD. DE PETR. ANTIOQUIA S.A.	N.A.
216	PLANTA TERMINAL DE DIST.DE PROD.DEL PET.DEL CENTRO S.A.	N.A.
217	PLASTIQUIMICA S.A.	N.A.
218	POLIPROPILENO DEL CARIBE S.A.	2007
219	PORTAFOLIO DE INVERSIONES SURAMERICANA S	2002
220	PORTAFOLIO FINANCIERO S.A.	N.A.
221	PRENSA MODERNA IMPRESORES S.A.	N.A.
222	PROCESADORA DE LECHES S.A.	N.A.
223	PROD. DE HILADOS Y TEJIDOS UNICA S.A.	N.A.
224	PROD. FITOSANITARIOS PROFICOL EL CARMEN S.A.	N.A.
225	PRODUCTOS FAMILIA S.A.	N.A.
226	PRODUCTOS NATURALES DE LA SABANA S.A.	N.A.
227	PROMIGAS S.A. E.S.P.	2001
228	PROMOTORA DE CAFE COLOMBIA S.A.	N.A.
229	PROMOTORA MEDICA LAS AMERICAS S.A.	N.A.
230	PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA S.A.	2006
231	PROYECTOS ENERGETICOS DEL CAUCA S.A.	N.A.
232	PROYECTOS INDUSTRIALES DEL TOLIMA S.A.	N.A.
233	RCN TELEVISION S.A.	2002
234	REFINADORA DE SAL S.A.	N.A.
235	RENTING COLOMBIA S.A.	N.A.
236	RICA RONDO S.A. INDUSTRIA NACIONAL DE ALIMENTOS	N.A.
237	RIOPAILA AGRICOLA S.A.	2003
238	RIOPAILA CASTILLA S.A.	N.A.
239	SALUD COOMEVA MEDICINA PREPAGADA S.A.	N.A.
240	SALUD TOTAL S.A. ENTIDAD PROMOTORA DE SALUD	N.A.
241	SERVICIOS MEDICOS ESPECIALIZADOS EL LAGUITO S.A.	N.A.
242	SETAS COLOMBIANAS S.A.	2002
243	SHELLMAR DE COLOMBIA S.A.	N.A.
244	SIDEBOYACA INVERSIONES S.A.	N.A.
245	SIDELPA INVERSIONES S.A.	N.A.
246	SIDERURGICA DE MEDELLIN S.A.	N.A.
247	SIDERURGICA DEL PACIFICO S.A.	N.A.
248	SINTETICOS S.A.	N.A.
249	SOCIEDAD CONCESIONARIA METRODISTRITO S.A	2006
250	SOCIEDAD DE ACUEDUCTO ALCANTARILLADO Y ASEO DE BARRANQUILLA E.S.P.	2002
251	SOCIEDAD DE FABRICACION DE AUTOMOTORES S.A.	N.A.
252	SOCIEDADES BOLIVAR S.A.	2004
253	SUMINISTROS DE COLOMBIA S.A.	2001
254	SUPERTIENDAS Y DROGUERIAS OLIMPICA S.A.	2007
255	SURAMERICANA DE INVERSIONES S.A. SURAMER	2002
256	SURTIDORA DE GAS DEL CARIBE S.A. E.S.P.	2006
257	SUSCRIPCIONES AUDIOVISUALES S.A.	N.A.
258	T.V. CABLE PROMISION S.A.	N.A.
259	TABLEMAC S.A.	N.A.
260	TECNOLOGIAS AERONAUTICAS S.A.	N.A.
261	TEJIDOS EL CONDOR S.A.	N.A.
262	TELEFONICA MOVILES COLOMBIA S.A. (ANTES	2001
263	TERMINAL DE DISTRIB. DE PROD. DEL PETROL	N.A.
264	TERMOCAUCA S.A.	N.A.
265	TERPEL DE OCCIDENTE S.A.	N.A.
266	TERPEL SUR S.A.	N.A.
267	TEXTILES ESPINAL S.A. EN LIQUIDACIÓN PO	N.A.
268	TEXTILES FABRICATO TEJICONDOR S.A.	2002
269	TRANSELCA S.A. E.S.P.	2002
270	TRANSPORTADORA DE METANO E.S.P. S.A.	N.A.
271	TRANSPORTES RAPIDO PENNSILVANIA S.A.	N.A.
272	UNIVERSIDAD DE LOS ANDES	N.A.
273	UNIVERSIDAD EAFIT	N.A.
274	UNIVERSIDAD PONTIFICIA BOLIVARIANA	N.A.
275	VALOREM S.A. (ANTES VALORES BAVARIA S.A.	2001
276	VALORES DIACO S.A. (ANTES INVERSIONES MAYAGUEZ S.A.)	N.A.
277	VALORES INDUSTRIALES S.A.	N.A.
278	VALORES SIMESA S.A.	2007
279	VARELA S.A.	N.A.

Tabla 2 – VARIABLES UTILIZADAS EN EL ESTUDIO

Las variables presentadas en éste estudio fueron elegidas después de la revisión bibliográfica y después de una breve discusión entre los investigadores. Algunos de los ratios aquí presentados no están presentes en la literatura revisada, pero fueron elegidos por los autores con los fundamentos teóricos que se exponen en la tercera columna de la Tabla.

Variable	Método Algebraico	Descripción / Efecto Esperado	Sígla
Producto Interno Bruto	$Ln\left(\frac{PIB_t}{PIB_{t-1}}\right)$	Tasa de crecimiento anual del PIB para el periodo comprendido entre 1997 – 2008. Variable para controlar por efectos macroeconómicos ya que es posible encontrar una asociación espuria si los años de la muestra están relacionados a mejores resultados macroeconómicos (Mongrut & Benavides, 2009) / Se espera que a medida que a medida que la economía crezca también lo hagan los dividendos.	GDP (Sigla en Inglés)
Retorno sobre el Activo	$\frac{Utilidad.Neta}{Total.Activo}$	Medida asociada a la rentabilidad del ejercicio / Mientras más altas sea la utilidad neta y todo lo demás permanezca constante, más dividendos deberían ser distribuidos.	ROA
Retorno sobre el Activo Financiero	$\frac{Utilidad.Neta}{Ob.Fcras. + Patr.}$	Otra medida de rentabilidad. Calcula el rendimiento sobre la fuentes de financiación con costo / Se espera que compañías rentables y menos endeudadas paguen más altos dividendos dado que tendrán mejores flujos de caja asociados a un menor gasto financiero.	ROAf
Endeudamiento Total	$\frac{Total.Pasivo}{Total.Activo}$	Medida de apalancamiento que considera tanto las fuentes de financiación con costo como sin costo / Compañías altamente apalancadas prefieren pagar menos dividendos para evitar el riesgo de insolvencia, a la vez que tienen flujos de caja más estrechos.	LEV
Endeudamiento Financiero	$\frac{Ob.Fcras.}{Ob.Fcras. + Patr.}$	Medida de apalancamiento que solo considera las fuentes con costo (incluye Bonos y Papeles Comerciales emitidos) / Compañías altamente apalancadas prefieren pagar menos dividendos para evitar el riesgo de insolvencia, a la vez que tienen flujos de caja más estrechos.	LEVf
Propiedad, Planta y Equipo	$\frac{Activos.Fijos}{Total.Activos}$	Proxie para el tamaño de la capacidad instalada de la compañía / Firmas con mayor capacidad instalada tendrán menos probabilidad de tener que invertir en CAPEX, lo que se podría interpretar como mejores flujos de caja y, por ende, mayor capacidad para repartir dividendos.	TANG
Ventas	$Ln[Ventas]$	Proxie para el tamaño de mercado de la compañía / Grandes volúmenes de ingreso suelen estar asociados a compañías más grandes, que tienden a estar más diversificadas y con buena porción de mercado acaparado, por ende, son más propensas a pagar mejores dividendos.	SIZE
Margen de Utilidad Operacional	$\frac{Ut.Operativa}{Ventas}$	Medida de rentabilidad que no está siendo afectada por el coste de financiación / Un incremento en la eficiencia operativa de la empresa podría representar un incremento en los flujos de caja, en los márgenes netos del ejercicio y, como consecuencia, en mejores ratios de dividendos.	EBIT
Margen de Utilidad Neta	$\frac{Ut.Neta}{Ventas}$	Medida de rentabilidad total del ejercicio / Como se mencionó anteriormente, un incremento en la rentabilidad total de la empresa debería estar asociado a mayores dividendos pagados.	PROFIT
Ratio de Pago de Dividendos	$\frac{Dividendo \times Acción}{Utilidad \times Acción}$	Es la variable dependiente del modelo.	Dpay
Concentración Propietaria	Ver Apéndice 2	Índice Herfindahl de concentración de la propiedad / Mientras más concentrada sea la propiedad accionaria al interior de la compañía, mayor será el riesgo de expropiación a la parte y, en contraste, menor será el pago de dividendos.	HER
Dummy de año de adopción de GC	1 si tiene código el año observado, cero si no	Variable dicotómica para medir el impacto del año de adopción del código de GC / Se espera que la adopción del código de buenas prácticas corporativas tenga un impacto positivo sobre el pago de dividendos.	Dycode
Calidad del Código de GC	Ver Apéndice 1	Índice de elaboración propia para medir la calidad de las prácticas de GC adoptadas / Se espera que mejores prácticas conlleven a mejores ratios de dividendo.	RAT
Interacción entre tenencia de GC y la calidad del código	$Dycode \times RAT$	Variable de interacción entre la tenencia de código y su calidad. Su objetivo es medir el impacto combinado / Se espera una relación positiva con la política de dividendos.	Dum_Rat

Tabla 3 – ESTADÍSTICAS DESCRIPTIVAS Y MATRIZ DE CORRELACIONES

Tabla 3.1 – Reporta la estadística descriptiva de todas las variables tenidas en cuenta durante la investigación. Se descompone en cuatro (4) paneles, de cada uno registrando la media, la desviación estándar, el mínimo y el máximo. I) El PANEL A corresponden a la muestra completa de 279 empresas, compuesta tanto por empresas que han pagado dividendos como por empresas que no lo han hecho, así como por empresas con Código de GC y por empresas que aún no lo han implementado. II) El PANEL B corresponden a la submuestra de 208 empresas, compuesta tanto por empresas que han pagado dividendos como por empresas que no lo han hecho. Por otro lado, contempla sólo la información de las empresas que no tienen implementado Código de GC. III) El PANEL C corresponde a la submuestra de 71 empresas, compuesta tanto por empresas que han pagado dividendos como por empresas que no lo han hecho. Por otro lado, solo contempla la información de las empresas que han adoptado el Código de GC. IV) El PANEL D corresponde a 126 empresas, compuesta tanto por empresas con Código de GC como por empresas que aún no lo han implementado. Por otro lado, solo contempla la información financiera de aquellas empresas que, durante el horizonte de tiempo analizado, hayan realizado distribución de dividendos por lo menos en una ocasión. Las variables fueron definidas en la Tabla 2.

A. EMPRESAS ANALIZADAS 279 (obs=1572)					B. EMPR SIN CÓDIGO 208 (obs=977)				C. EMPR CON CÓDIGO 71 (obs=595)				D. EMPR CON PAGO DIV 126 (obs=898)			
	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Mean	Std. Dev.	Min	Max
comp			1	279			1	279			6	278			1	278
year			1997	2008			1997	2008			1997	2008			1997	2008
gdp	11.1%	4.1%	2.5%	18.9%	11.7%	4.2%	2.5%	18.9%	10.1%	3.7%	2.5%	18.9%	10.8%	3.9%	2.5%	18.9%
roa	1.5%	17.9%	-547.1%	89.6%	0.3%	22.1%	-547.1%	89.6%	3.3%	6.3%	-46.6%	23.9%	4.3%	6.5%	-46.6%	32.3%
roaf	1.9%	22.7%	-452.4%	183.0%	0.6%	27.9%	-452.4%	183.0%	4.1%	8.5%	-58.9%	42.8%	5.4%	9.0%	-59.3%	42.8%
lev	37.1%	49.6%	0.0%	1236.7%	36.9%	60.6%	0.0%	1236.7%	37.4%	21.5%	0.7%	95.4%	31.4%	21.0%	0.0%	94.5%
levf	23.1%	70.7%	-8.7%	2664.8%	23.5%	88.4%	-8.7%	2664.8%	22.5%	19.7%	0.0%	94.6%	18.0%	17.4%	0.0%	89.0%
tang	22.7%	19.9%	0.0%	91.5%	23.8%	20.3%	0.0%	91.5%	20.8%	19.1%	0.0%	90.9%	22.1%	20.3%	0.0%	90.2%
size	10.8	229.2%	-0.8	17.3	10.0	230.2%	-0.8	15.0	12.1	154.6%	7.0	17.3	11.3	191.8%	5.2	17.3
ebit	1.3%	142.7%	-3894.5%	100.0%	-4.3%	146.0%	-3894.5%	100.0%	10.4%	136.8%	-2368.3%	98.2%	12.5%	112.3%	-2368.3%	99.5%
profit	9.9%	279.6%	-4422.2%	7379.8%	11.1%	337.3%	-4422.2%	7379.8%	7.8%	140.8%	-2471.2%	386.5%	14.8%	155.8%	-2471.2%	2910.5%
dpay	25.7%	39.2%	0.0%	282.7%	19.5%	34.8%	0.0%	182.6%	35.8%	43.7%	0.0%	282.7%	44.9%	42.8%	0.0%	282.7%
dycode	21.4%	41.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.5%	49.6%	0.0%	100.0%	25.2%	43.4%	0.0%	100.0%
her	30.3%	29.1%	0.4%	100.0%	27.5%	27.0%	0.4%	100.0%	34.8%	31.7%	0.8%	100.0%	26.6%	26.9%	0.4%	100.0%
rat	43.4%	16.2%	14.5%	88.0%					43.4%	16.2%	14.5%	88.0%	46.9%	15.8%	14.5%	88.0%

Tabla 3.2 – Reporta la media por año de cada una de las variables que componen las diferentes submuestras en las que se dividió el estudio. Los datos corresponden a empresas colombianas inscritas en el RNVE entre los años 1997 – 2008. La Tabla está clasificada en las diferentes submuestras que se crearon bajo los dos enfoques en los que se desarrolla el documento: I) Empresas con y sin Código de GC y II) Empresas que pagan y no pagan dividendos. La Gráfica 1 contiene el esquema de lo que componen cada una de éstas submuestras.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Prom	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Prom	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Prom	
	279													208													71													
Obser	168	158	134	123	136	128	131	132	123	125	108	106	1,572	144	130	105	92	93	80	75	69	56	55	39	39	977	24	28	29	31	43	48	56	63	67	70	69	67	595	
GDP	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	11%	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	12%	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	10%	
ROA	1%	-1%	-4%	-5%	0%	3%	4%	5%	5%	4%	4%	5%	1%	0%	-1%	-5%	-8%	-1%	3%	3%	5%	6%	4%	4%	5%	0%	2%	1%	-1%	2%	1%	2%	4%	4%	4%	4%	5%	3%		
ROAF	0%	-1%	-7%	-6%	0%	4%	4%	7%	7%	6%	6%	6%	2%	0%	-2%	-8%	-9%	0%	5%	2%	8%	9%	6%	6%	8%	1%	3%	0%	-2%	2%	1%	3%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	4%	
LEV	36%	37%	37%	50%	44%	34%	34%	33%	34%	36%	36%	36%	37%	36%	37%	36%	54%	46%	32%	31%	29%	30%	32%	35%	35%	37%	36%	38%	38%	37%	38%	39%	38%	37%	37%	38%	37%	37%	37%	37%
LEVf	24%	25%	23%	44%	21%	19%	19%	18%	19%	21%	22%	22%	23%	24%	25%	22%	52%	20%	16%	17%	16%	16%	19%	21%	22%	24%	21%	25%	25%	22%	23%	25%	22%	21%	21%	22%	22%	22%	22%	22%
Tang	21%	24%	23%	22%	22%	21%	21%	22%	24%	24%	24%	24%	23%	22%	25%	24%	24%	23%	23%	22%	21%	24%	26%	27%	29%	24%	17%	17%	17%	15%	19%	18%	21%	24%	25%	23%	22%	21%	21%	
Size	10	10	10	10	11	11	11	11	11	11	12	12	12	9	10	10	10	10	10	10	10	10	10	11	11	10	11	11	11	12	12	12	12	12	12	12	12	13	12	
EBIT	-9%	-3%	-14%	-2%	-14%	-35%	14%	17%	17%	20%	19%	16%	1%	-12%	-5%	-15%	-6%	-4%	-38%	10%	14%	13%	16%	9%	0%	-4%	10%	5%	-12%	9%	-36%	-30%	19%	20%	21%	23%	25%	26%	10%	
Profit	35%	15%	-22%	-6%	-45%	42%	9%	15%	19%	16%	17%	22%	10%	38%	17%	-26%	-9%	-47%	91%	4%	12%	16%	13%	8%	21%	11%	17%	5%	-5%	2%	-40%	-38%	16%	17%	21%	18%	22%	23%	8%	
Dpay	16%	18%	22%	27%	28%	27%	26%	28%	26%	27%	35%	36%	26%	13%	14%	16%	25%	24%	23%	20%	22%	18%	18%	29%	33%	19%	36%	38%	43%	35%	37%	35%	35%	34%	33%	34%	38%	37%	36%	
Dycode	0%	0%	0%	0%	7%	19%	23%	30%	35%	44%	64%	63%	21%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	21%	50%	54%	62%	64%	79%	100%	100%	56%	
Her	23%	25%	23%	24%	30%	31%	31%	34%	38%	39%	37%	36%	30%	24%	26%	24%	25%	28%	29%	29%	31%	35%	35%	26%	26%	28%	14%	17%	18%	20%	32%	33%	34%	38%	40%	42%	43%	42%	35%	
Dum_Rat	0%	0%	0%	0%	3%	8%	9%	13%	16%	20%	27%	28%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	20%	22%	28%	29%	35%	42%	45%	25%	
Rat											42%	45%	43%																								42%	45%	43%	
	22													49													126													
Obser	5	7	7	7	12	13	16	18	19	22	22	21	169	19	21	22	24	31	35	40	45	48	48	47	46	426	69	74	71	74	80	77	79	84	77	78	68	67	898	
GDP	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	10%	19%	14%	8%	14%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	10%	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	11%		
ROA	-3%	-5%	-8%	-2%	1%	0%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	0%	4%	2%	1%	4%	1%	3%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	4%	4%	3%	0%	3%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	4%	
ROAF	-4%	-7%	-10%	-3%	1%	-1%	3%	3%	2%	1%	1%	0%	0%	4%	2%	1%	4%	1%	4%	7%	7%	6%	8%	8%	6%	5%	4%	0%	3%	4%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	5%		
LEV	55%	60%	59%	52%	53%	52%	52%	49%	49%	50%	46%	46%	50%	31%	31%	32%	32%	32%	34%	32%	32%	33%	33%	33%	32%	30%	30%	31%	31%	31%	30%	31%	30%	30%	31%	33%	34%	34%	31%	
LEVf	30%	45%	41%	32%	34%	34%	35%	32%	34%	35%	32%	31%	34%	19%	19%	19%	19%	19%	21%	17%	17%	16%	16%	18%	18%	18%	17%	20%	19%	19%	18%	19%	16%	16%	16%	18%	20%	21%	18%	
Tang	17%	17%	16%	14%	26%	24%	25%	26%	26%	23%	24%	23%	23%	16%	18%	17%	16%	16%	16%	19%	23%	24%	23%	21%	20%	20%	20%	20%	22%	21%	21%	21%	20%	21%	23%	25%	24%	24%	24%	22%
Size	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	11	11	11	12	11	12	12	12	12	13	13	12	11	11	11	11	11	11	11	11	11	12	12	12	12	12	11
EBIT	-6%	3%	-8%	-4%	8%	8%	10%	8%	9%	12%	13%	12%	8%	14%	6%	-13%	13%	-53%	-44%	23%	25%	25%	27%	31%	33%	11%	11%	11%	-1%	11%	-9%	-10%	20%	20%	22%	24%	24%	25%	12%	
Profit	-7%	-18%	-27%	-24%	2%	-1%	5%	4%	5%	0%	1%	4%	-1%	23%	13%	2%	9%	-57%	-52%	21%	23%	28%	26%	31%	32%	11%	13%	48%	14%	6%	-13%	-17%	17%	18%	24%	23%	24%	26%	15%	
Dpay	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	45%	51%	56%	45%	51%	47%	49%	48%	45%	50%	55%	54%	50%	39%	39%	41%	46%	48%	46%	44%	44%	42%	43%	55%	57%	45%	
Dycode	0%	0%	0%	0%	33%	69%	69%	67%	68%	82%	100%	100%	65%	0%	0%	0%	0%	16%	43%	48%	60%	63%	77%	100%	100%	53%	0%	0%	0%	0%	6%	19%	24%	32%	39%	47%	69%	69%	25%	
Her	10%	17%	17%	18%	45%	47%	44%	44%	43%	46%	48%	50%	42%	15%	16%	19%	21%	27%	28%	31%	35%	39%	40%	41%	39%	32%	18%	21%	20%	21%	25%	25%	26%	30%	34%	34%	33%	32%	27%	
Dum_Rat	0%	0%	0%	0%	10%	21%	21%	21%	22%	28%	35%	37%	22%	0%	0%	0%	0%	8%	20%	23%	30%	32%	38%	46%	48%	26%	0%	0%	0%	0%	3%	9%	11%	16%	20%	24%	32%	33%	12%	
Rat											35%	37%	36%																									46%	48%	47%
	77													153													131													
Obser	50	53	49	50	49	42	39	39	29	30	21	21	472	99	84	63	49	56	51	52	48	46	47	40	39	674	94	77	56	42	44	38	36	30	27	25	18	18	505	
GDP	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	11%	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	12%	19%	14%	8%	14%	8%	8%	12%	12%	10%	12%	11%	2%	12%	
ROA	5%	4%	0%	2%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	5%	4%	-2%	-4%	-10%	-17%	-5%	0%	1%	3%	4%	2%	2%	-2%	-2%	-2%	-4%	-10%	-19%	-6%	0%	0%	4%	5%	2%	3%	5%	-3%	
ROAF	5%	5%	0%	3%	5%	7%	6%	8%	9%	7%	6%	6%	5%	-3%	-3%	-6%	-14%	-19%	-4%	2%	0%	6%	6%	3%	3%	5%	-3%	-3%	-6%	-14%	-22%	-6%	3%	-2%	8%	9%	5%	10%	-4%	
LEV	30%	31%	30%	31%	29%	29%	28%	28%	30%	34%	36%	38%	31%	40%	43%	43%	77%	63%	39%	39%	38%	38%	40%	40%	39%	45%	39%	41%	41%	81%	66%	34%	34%	31%	30%	31%	32%	31%	43%	
LEVf	17%	20%	18%	19%	18%	16%	15%	14%	15%	20%	24%	27%	18%	29%	29%	28%	83%	24%	21%	24%	23%	23%	26%	26%	25%	30%	28%	28%	26%	91%	22%	16%	19%	18%	16%	17%	18%	18%	29%	
Tang	21%	24%	23%	24%	24%	24%	23%	23%	26%	27%	29%	30%	24%	23%	25%	25%	23%	23%	22%	21%	23%	24%	24%	25%	23%	23%	26%	26%	24%	24%	23%	22%	21%	18%	21%	25%	24%	26%	24%	
Size	10	10	10	11	11	11	11	11	10	11	11	11	11	9	9	9	10	10	10	10	10	11	11	11	11	10	9	9	9	9	9	9	10	10	10	10	11	11	9	
EBIT	10%	13%	5%	10%	19%	18%	17%	15%	17%	20%	9%	10%	14%	-24%	-15%	-30%	-22%	-21%	-72%	5%	10%	9%	12%	11%	1%	-14%	-24%	-17%	-33%	-25%	-29%	-99%	3%	12%	8%	12%	9%	-11%	-21%	
Profit	9%	62%	19%	4%	14%	13%	13%	13%	16%	16%	8%	13%	18%	51%	-14%	-62%	-25%	-90%	132%	-3%	9%	11%	5%	4%	16%	3%	54%	-13%	-66%	-25%	-115%	177%	-6%	12%	15%	9%	8%	30%	5%	
Dpay	36%	34%	34%	46%	45%	44%	38%	40%	35%	32%	54%	61%	40%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Dycode	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%																						

Tabla 3.3 – Matriz de Correlaciones. Dado que un elevado coeficiente de correlación entre dos variables a menudo es percibido como una elevada relación de causalidad, se hizo un análisis de la matriz de correlaciones en busca de los coeficientes más altos y estadísticamente significativos, para determinar si intuitivamente se debería establecer una relación de causalidad entre dicho par de variables, con lo cual se evitan posibles sesgos por multicolinealidad. Habiendo tenido en cuenta las anteriores consideraciones, se llegó a la conclusión de no incluir simultáneamente en una misma regresión los siguientes pares de variables: ROA – ROAf, LEV – LEVf, PROFIT – EBIT, PROFIT – ROA, PROFIT – ROAf, DYCODE – DUM_RAT, Los p-value están reportados debajo del coeficiente de correlación.

	dpay	gdp	roa	roaf	lev	levf	tang	size	ebit	profit	dycode	her	her2	dum_rat	dum_rat2	dum_rat3	dum_rat4
dpay	1.0000																
gdp	-0.0782 0.0019	1.0000															
roa	0.5014 0.0000	-0.0474 0.0602	1.0000														
roaf	0.4768 0.0000	-0.0511 0.0428	0.9730 0.0000	1.0000													
lev	-0.1501 0.0000	0.0015 0.9514	-0.1689 0.0000	-0.0827 0.0010	1.0000												
levf	-0.1459 0.0000	0.0270 0.2855	-0.2081 0.0000	-0.2034 0.0000	0.8103 0.0000	1.0000											
tang	0.0249 0.3247	-0.0038 0.8797	-0.0862 0.0006	-0.0852 0.0007	0.1836 0.0000	0.1364 0.0000	1.0000										
size	0.3090 0.0000	-0.1486 0.0000	0.3709 0.0000	0.3734 0.0000	0.3134 0.0000	0.2670 0.0000	0.1125 0.0000	1.0000									
ebit	0.3525 0.0000	-0.0771 0.0022	0.6097 0.0000	0.5520 0.0000	-0.1996 0.0000	-0.0948 0.0002	-0.1582 0.0000	0.2673 0.0000	1.0000								
profit	0.4481 0.0000	-0.0719 0.0043	0.8491 0.0000	0.7952 0.0000	-0.3260 0.0000	-0.2723 0.0000	-0.1690 0.0000	0.2490 0.0000	0.7395 0.0000	1.0000							
dycode	0.1178 0.0000	-0.2206 0.0000	0.1381 0.0000	0.1359 0.0000	0.0877 0.0005	0.0715 0.0046	0.0036 0.8857	0.4024 0.0000	0.2065 0.0000	0.1709 0.0000	1.0000						
her	-0.0648 0.0102	-0.0617 0.0144	0.1096 0.0000	0.1187 0.0000	0.2721 0.0000	0.2224 0.0000	0.1537 0.0000	0.2848 0.0000	0.1493 0.0000	0.0832 0.0010	0.1868 0.0000	1.0000					
her2	-0.0875 0.0005	-0.0698 0.0056	0.0579 0.0217	0.0762 0.0025	0.1268 0.0000	0.0450 0.0742	0.1372 0.0000	0.1394 0.0000	0.0545 0.0307	0.0521 0.0390	0.1377 0.0000	0.8213 0.0000	1.0000				
dum_rat	0.1421 0.0000	-0.2177 0.0000	0.1452 0.0000	0.1417 0.0000	0.0804 0.0014	0.0650 0.0099	-0.0013 0.9600	0.4014 0.0000	0.2194 0.0000	0.1849 0.0000	0.9905 0.0000	0.1835 0.0000	0.1417 0.0000	1.0000			
dum_rat2	0.1419 0.0000	-0.2192 0.0000	0.1467 0.0000	0.1425 0.0000	0.0808 0.0000	0.0684 0.0067	-0.0040 0.8741	0.4001 0.0000	0.2189 0.0000	0.1850 0.0000	0.9905 0.0000	0.1808 0.0000	0.1385 0.0000	0.9988 0.0000	1.0000		
dum_rat3	0.1407 0.0000	-0.2174 0.0000	0.1473 0.0000	0.1437 0.0000	0.0790 0.0017	0.0630 0.0125	0.0011 0.9661	0.4019 0.0000	0.2215 0.0000	0.1874 0.0000	0.9905 0.0000	0.1859 0.0000	0.1446 0.0000	0.9995 0.0000	0.9981 0.0000	1.0000	
dum_rat4	0.1420 0.0000	-0.2183 0.0000	0.1478 0.0000	0.1443 0.0000	0.0781 0.0020	0.0605 0.0164	0.0041 0.8722	0.4030 0.0000	0.2212 0.0000	0.1871 0.0000	0.9905 0.0000	0.1869 0.0000	0.1465 0.0000	0.9988 0.0000	0.9975 0.0000	0.9994 0.0000	1.0000

Tabla 4 – SALIDA DEL MODELO CON LA MUESTRA TOTAL (279 EMPRESAS)

La variable dependiente es el ratio de pago de dividendos (dpay). Las Tablas reportan los resultados del modelo de datos de panel con errores estándar corregidos por heterocedasticidad, correlación serial y correlación contemporánea. Los datos corresponden a 279 empresas colombianas inscritas en el RNVE con cifras entre los años 1997 – 2008. La muestra está compuesta tanto por empresas que han pagado dividendos como por empresas que no lo han hecho. Así mismo, contempla información de empresas con Código de GC y de las que no lo han implementado aún. A continuación se presentan dos modelos: el primero mide el impacto de la tenencia de Código, mientras que el segundo mide la calidad. Se separan las regresiones por las razones expuestas en la Tabla 3.2. Las variables del modelo están definidas en la Tabla 2. El procedimiento econométrico fue desarrollado en Stata/SE 11.1. Los T-estadísticos fueron reportados en paréntesis. Los asteriscos están asociados a los p-values ($p < 0.1$:*, $p < 0.05$:**, $p < 0.01$:***).

Tabla 4.1 – Modelo en el que se mide el impacto de la adopción del Código de GC (dycode) sobre la variable dependiente dpay.

Tabla 4.2 – Modelo en el que se mide el impacto conjunto de la tenencia de Código de GC y su calidad (dum_rat) sobre la variable dependiente dpay.

Dependent Variable:	DPAY	
	TABLA 4.1	TABLA 4.2
GDP	-0.448 *** -(3.25)	-0.408 *** -(3.19)
ROAF	0.059 * (1.91)	0.058 * (1.95)
LEV	-0.021 * -(1.69)	-0.019 * -(1.69)
TANG	0.188 ** (2.53)	0.191 *** (2.64)
SIZE	0.056 *** (12.53)	0.052 *** (10.96)
HER	-0.191 *** -(4.18)	-0.192 *** -(4.56)
Dycode	0.069 ** (2.05)	
Dum_Rat		0.23 *** (3.52)
Constant	-0.246 *** -(5.57)	-0.213 *** -(4.72)
Observations	1,572	1,572
wald chi2	207.49 ***	182.05 ***
R-Squared	0.23	0.26

Tabla 5 – SALIDA DE LA SUBMUESTRA SIN CODIGO DE GC (208 EMPRESAS)

La variable dependiente es el ratio de pago de dividendos (dpay). Las Tablas reportan los resultados del modelo de datos de panel con errores estándar corregidos por heterocedasticidad, correlación serial y correlación contemporánea. Los datos corresponden a 208 empresas colombianas inscritas en el RNVE con cifras entre los años 1997 – 2008. La muestra está compuesta tanto por empresas que han pagado dividendos como por empresas que no lo han hecho. Además, solo contempla información de empresas que aún no han implementado el Código de GC. Las variables del modelo están definidas en la Tabla 2. El procedimiento econométrico fue desarrollado en Stata/SE 11.1. Los T-estadísticos fueron reportados en paréntesis. Los asteriscos están asociados a los p-values ($p < 0.1$:*, $p < 0.05$:**, $p < 0.01$:***).

Tabla 5.1 – Modelo inicial para la muestra de 208 empresas sin GC.

Tabla 5.2 – Modelo definitivo para la muestra de 208 empresas sin GC, excluyendo las variables del modelo 5.1 que no salieron estadísticamente significativas (LEV).

Dependent Variable:	DPAY	
	TABLA 5.1	TABLA 5.2
GDP	-0.493 *** -(2.69)	-0.493 *** -(2.72)
ROAF	0.057 ** (2.37)	0.065 ** (2.39)
LEV	-0.006 -(.86)	
TANG	0.116 * (1.93)	0.122 ** (2.02)
SIZE	0.05 *** (6.56)	0.05 *** (6.53)
HER	-0.212 *** -(3.65)	-0.217 *** -(3.82)
Constant	-0.207 *** -(3.44)	-0.211 *** -(3.48)
Observations	977	977
wald Chi2	70.52 ***	70.17 ***
R-Squared	0.18	0.18

Tabla 6 – SALIDA DE LA SUBMUESTRA QUE HA PAGADO DIVIDENDOS (126 EMPRESAS)

La variable dependiente es el ratio de pago de dividendos (dpay). Las Tablas reportan los resultados del modelo de datos de panel con errores estándar corregidos por heterocedasticidad, correlación serial y correlación contemporánea. Los datos corresponden a 126 empresas colombianas inscritas en el RNVE con cifras entre los años 1997 – 2008. La muestra está compuesta tanto por empresas que han adoptado el Código de GC como por empresas que no lo han hecho. Además, solo contempla información de empresas que en algún momento del horizonte de tiempo analizado pagaron dividendos, excluyendo aquellas que nunca han distribuido dividendos. Las variables del modelo están definidas en la Tabla 2. El procedimiento econométrico fue desarrollado en Stata/SE 11.1. Los T-estadísticos fueron reportados en paréntesis. Los asteriscos están asociados a los p-values ($p < 0.1$:*, $p < 0.05$:**, $p < 0.01$:***).

Tabla 6.1 – Modelo para las 126 empresas con las variables que resultaron estadísticamente significativas en la muestra total (279 empresa).

Tabla 6.2 – Modelo para las 126 empresas eliminando las variables que no resultaron estadísticamente significativas según la Tabla 6.1

Dependent variable:	DPAY	
	TABLA 6.1	TABLA 6.2
GDP	-0.414 ** -(2.24)	-0.415 ** -(2.12)
ROAf	0.111 (.77)	
LEV	-0.273 ** -(2.23)	-0.303 *** -(2.66)
TANG	0.399 *** (3.81)	0.393 *** (3.77)
SIZE	0.055 *** (5.41)	0.057 *** (5.67)
HER	-0.015 -(.26)	
Dum_Rat	0.12 * (1.69)	0.103 * (1.72)
Constant	-0.139 -(1.34)	-0.151 -(1.39)
Observations	898	898
wald chi2	0.27 ***	0.29 ***
R-Squared	67.88	60.44

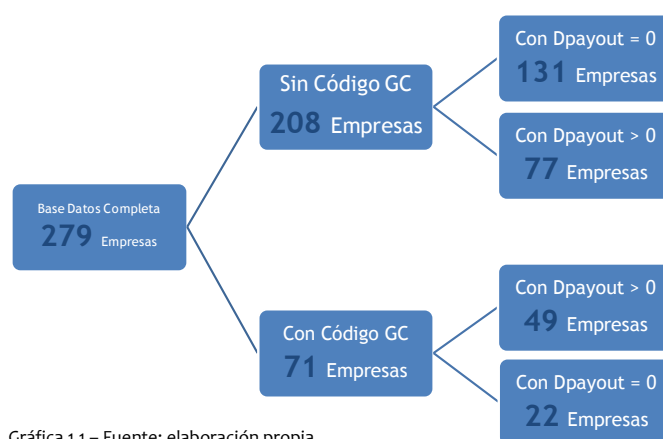
Gráfica 1

ESQUEMA DE CLASIFICACION DE LA MUESTRA GENERAL

Se presentan dos Gráficas en las que se observa la clasificación de toda la muestra de las 279 empresas bajo dos enfoques:

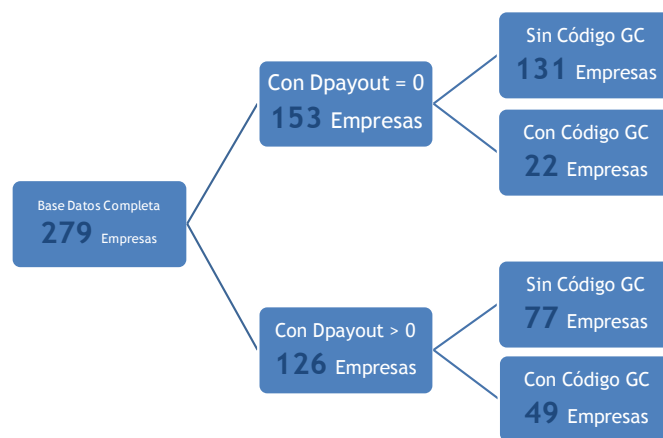
Gráfica 1.1 – Enfoque Tenencia de Código de GC

Corresponde a la subdivisión que se hizo de las 279 empresas entre las que tienen y no tienen Código de GC. A su vez se hace una subdivisión para las 208 empresas que no tienen Código de GC entre aquellas empresas que hicieron pago de dividendos (77) y las que no pagaron (131). Así mismo, para las 71 empresas que tienen Código de GC implementado, también se hace la clasificación entre 49 empresas que han pagado dividendos y 22 que no lo han realizado



Gráfica 1.2 – Enfoque Pago de Dividendos

Corresponde a la subdivisión que se hizo de las 279 empresas entre las que pagan y no pagan Dividendos. A su vez se hace una subdivisión para las 153 empresas que no pagan dividendos entre aquellas empresas que tienen Código de GC (22) y las que no tienen (131). Así mismo, para las 126 empresas que pagan dividendos, también se hace la clasificación entre 77 empresas que no tienen Código de GC y 49 que si lo tiene implementado

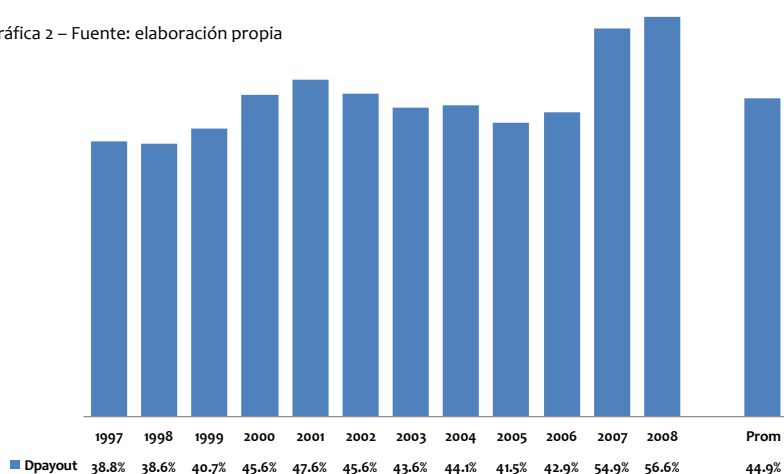


Gráfica 2

COMPORTAMIENTO DEL RATIO DE DIVIDENDO EMPRESAS QUE HAN PAGADO DIVIDENDOS DURANTE EL PERIODO 1997 – 2008

Esta Gráfica representa el comportamiento anual que ha tenido en Colombia el ratio de dividendos pagados a los accionistas. La base de datos está compuesta solo por empresas que han pagado dividendos en algún momento del horizonte de tiempo analizado (1997 – 2008), tanto para empresas con GC como sin él.

Gráfica 2 – Fuente: elaboración propia



Gráfica 3

VELOCIDAD Y POPULARIDAD EN LA IMPLEMENTACIÓN DE GC EN COLOMBIA

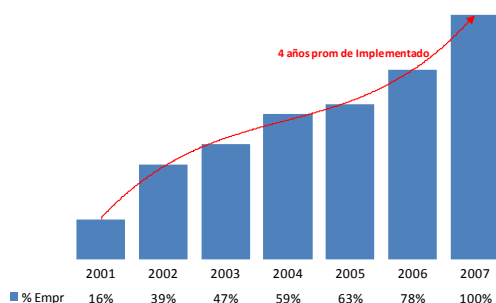
Se presentan dos Gráficas en las que se puede analizar cuál ha sido la tendencia y velocidad de implementación de las prácticas de buen gobierno en Colombia, así como un desagregado de cuáles han sido los años de mayor auge en lo que a implementación se refiere. Como se puede observar, las prácticas de buen gobierno han ganado tal relevancia que cerca del 36% del total de empresas con GC, lo adoptaron entre 2006 y 2007, un auge similar al ocurrido entre 2001 – 2002 cuando se comenzó a difundir la idea. Pese a ello, no se debe desconocer que el concepto carece de mayor divulgación y de medidas efectivas para convertirlo en una herramienta eficaz para la defensa de los derechos de los inversionistas, tanto locales como extranjeros.

Gráfica 3.1

Tendencia y velocidad en la Implementación del Código GC en las empresas que pagan dividendos.

Muestra el porcentaje acumulado anual de las empresas que han implementado el Código de GC durante el periodo comprendido entre 2001 y 2008.

(Fuente: elaboración propia)

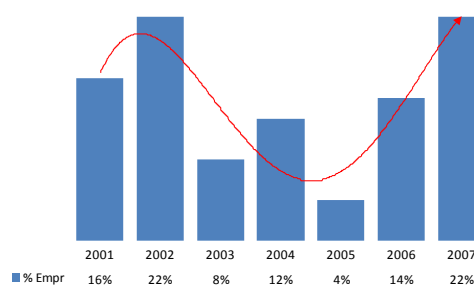


Gráfica 3.2

Años de mayor implementación del Código GC en las empresas que pagan dividendos.

Muestra el porcentaje anual de las empresas que han implementado el Código de GC durante el periodo comprendido entre 2001 y 2008.

(Fuente: elaboración propia)

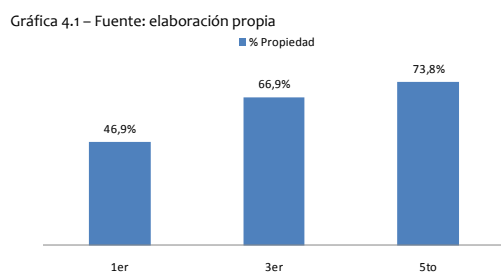


Gráfica 4

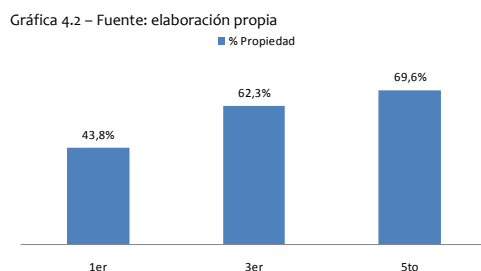
PARTICIPACIÓN ACCIONARIA ACUMULADA POR ACCIONISTA

Las Gráficas muestran el porcentaje promedio acumulado de propiedad accionaria al primer, tercer y quinto accionista. Los datos corresponden a empresas colombianas inscritas en el RNVE con cifras entre los años 2007 – 2008. La composición accionaria para cada compañía está compilada en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV– de la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera).

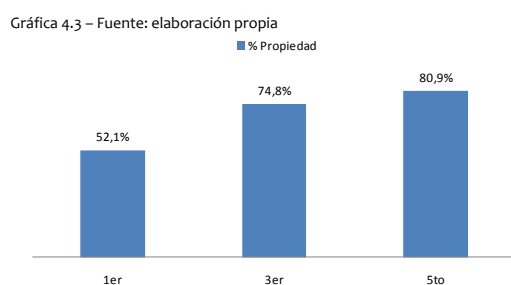
Gráfica 4.1 – Porcentaje promedio acumulado base 279 empresas. La submuestra está compuesta tanto por empresas que han pagado dividendos como por aquellas que no lo han hecho. Contempla tanto empresas con GC como sin él.



Gráfica 4.2 – Porcentaje promedio acumulado base 126 empresas. La submuestra está compuesta solo por empresas que han pagado dividendos en algún momento del horizonte de tiempo analizado, tanto para empresas con GC como sin él.



Gráfica 4.3 – Porcentaje promedio acumulado base 153 empresas. La submuestra está compuesta por empresas que nunca han distribuido dividendos a sus accionistas. Contempla tanto empresas con GC como sin él.

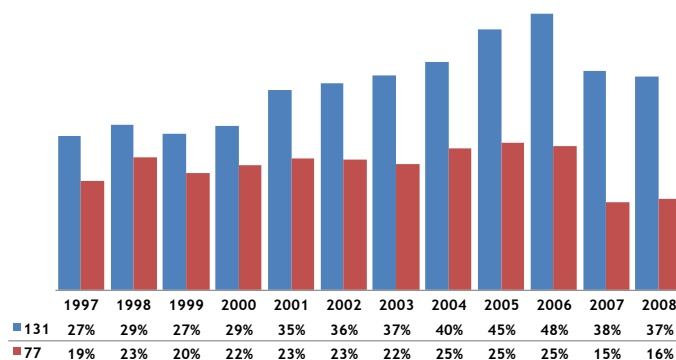


Gráfica 5

ANÁLISIS COMPARATIVO DE CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD (ÍNDICE HERFINDAHL)

Este gráfico realiza un análisis comparativo para las empresas que no tienen Código de CG y que no pagan dividendos a sus accionistas (131) y las que si lo hacen (77 empresas). El periodo de análisis para esta submuestra es de 1997 a 2008.

Gráfica 5 – Fuente: elaboración propia



Gráfica 6

RATING COMPARATIVO DE LAS EMPRESAS QUE TIENEN CÓDIGO DE GC ENTRE LAS QUE PAGAN Y NO PAGAN DIVIDENDOS

Este gráfico describe el rating obtenido por las empresas que pagan dividendos y las que no lo hacen. Los datos corresponden a las 71 empresas que tienen Código de GC y que diligenciaron la encuesta Código País durante el año 2007 y 2008.

Gráfica 6 – Fuente: elaboración propia

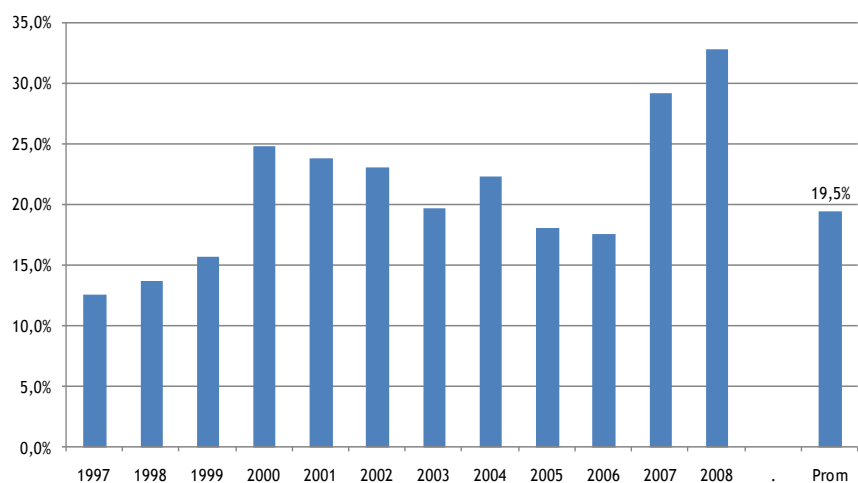


Gráfica 7

COMPORTAMIENTO RATIO DIVIDENDO Y EL NIVEL DE APALANCAMIENTO PARA LAS EMPRESAS QUE NO TIENEN CÓDIGO DE GC

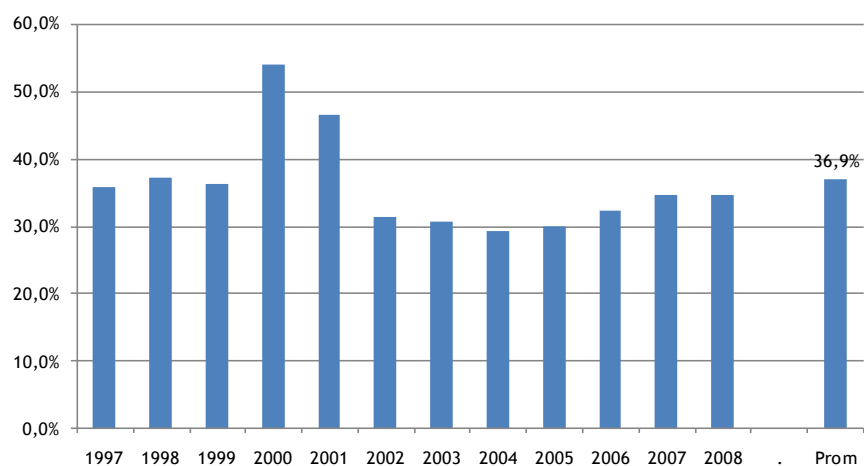
Gráfica 7.1 – Tasa de Dividendo anual promedio decretada durante el periodo 1997 – 2008, para las empresas que no tienen implementado el Código de GC.

Gráfica 7-1 – Fuente: elaboración propia



Gráfica 7.2 – Porcentaje de Apalancamiento promedio anual durante el periodo 1997 – 2008, para las empresas que no tienen implementado el Código de GC.

Gráfica 7-2 – Fuente: elaboración propia



Apéndice 1 – RATING

Por iniciativa de la Superintendencia Financiera de Colombia, se conformó un Comité integrado por varias entidades con el fin de elaborar el Código de Mejores Prácticas Corporativas, para regir a los emisores de valores colombianos. Los temas que estructuran el Código son (I) Asamblea General de Accionistas, (II) Junta Directiva, (III) Revelación de Información Financiera y no Financiera y (IV) Solución de Controversias. Para elaborar este Código el Comité se basó en los Lineamientos para un Código Andino de GC, elaborados por la Corporación Andina de Fomento –CAF–. Para monitorear permanentemente la calidad del Código adoptado por cada emisor, se ha propuesto desde el año 2007 la elaboración de la Encuesta Código País compuesta por 80 preguntas, agrupadas en los cuatro capítulos mencionados anteriormente. Esta estructura permitió trabajar bajo varios escenarios para elaborar un rating ponderado. La Tabla que se presenta a continuación resume cuatro de las ponderaciones utilizadas para las pruebas de robustez del modelo, encontrando que en todos los casos se conserva la significancia estadística y el signo esperado del coeficiente. (Fuente: elaboración propia)

CAPÍTULO	Cantidad Preguntas	Rating Ponderación por Grupo – Peso por Pregunta	Rating 2 Ponderación por Grupo – Peso por Pregunta	Rating 3 Ponderación por Grupo – Peso por Pregunta	Rating 4 Ponderación por Grupo – Peso por Pregunta
Asamblea General de Accionistas	20	24.1% - 1.2%	25.0% - 1.3%	9.0% - 0.5%	10.0% - 0.5%
Junta Directiva	37	44.6% - 1.2%	25.0% - 0.7%	60.0% - 1.6%	75.0% - 2.0%
Revelación de Información Financiera y no Financiera	23	27.7% - 1.2%	25.0% - 1.1%	30.0% - 1.3%	10.0% - 0.4%
Resolución de Controversias	3	3.6% - 1.2%	25.0% - 8.3%	1.0% - 0.3%	5.0% - 1.7%

Un supuesto fundamental dentro del modelo, fue asumir que el rating era constante del año 2007 hacia atrás¹⁵. Como ya se explicó, este supuesto se hace teniendo en cuenta la baja volatilidad registrada en cada una de las ponderaciones del rating entre 2007 y 2008, que son los años para los cuales se dispone de la encuesta diligenciada. Al analizar más detalladamente dicha volatilidad, se encontró que, en promedio, está asociada a un mejoramiento de 1, máximo 2, respuestas dentro de la encuesta, factor relevante pero que no se consideró un cambio estructural como para abandonar el supuesto. A continuación se presenta la Tabla que contiene el rating promedio para cada uno de los años de la encuesta, su variación anual y el promedio del rating para los dos años. (Fuente: elaboración propia)

	Rating	Rating 2	Rating 3	Rating 4
Año 2007	42.6%	45.5%	43.3%	43.7%
Año 2008	45.2%	49.0%	45.8%	46.4%
Incremento Rating	2.60%	3.50%	2.50%	2.70%
Promedio	43.9%	47.2%	44.5%	45.0%

¹⁵ Vale la pena resaltar que en la literatura repasada, es muy común encontrar que la calidad del código la miden con base en ratings que permanecen constantes durante todo el horizonte de tiempo estudiado.

Apéndice 2 – INDICE DE CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD

Para medir el grado de concentración accionaria se utilizó el índice Herfindahl – Hirschman (HHI) siguiendo el estudio de Cubbin & Leech (1983). De acuerdo con los autores, una de las ventajas atribuidas a éste índice, además de las ventajas teóricas, es que puede ser fácilmente reproducido. “Dado que cada incremento es el cuadrado de una proporción decreciente, el índice rápidamente converge” (Cubbin & Leech, 1983). El Apéndice 2.1 describe la ecuación utilizada en el estudio del año 1983. En los Apéndices 2.2 y 2.3 se presentan los índices adaptados a la muestra de éste estudio. La primera modificación sugiere una participación constante de cada uno de los accionistas a partir del sexto hasta el último que posea la empresa. Para verificar la robustez del modelo se corrió el modelo con los diferentes índices calculados, encontrando significancia estadística y consistencia en el signo esperado.

Apéndice 2.1 – Índice de Herfindahl utilizado en el estudio de Cubbin & Leech (1983). N representa el número de accionistas, H es el índice de concentración, S_i es la cantidad de acciones (stocks) poseídas por el accionista i, T_N es el total de acciones en circulación poseídas por los N accionistas.

$$H_N = \sum_{i=1}^N \left(\frac{S_i}{T_N} \right)^2$$

Apéndice 2.2 – Índice de concentración para las empresas colombianas considerando la totalidad de accionistas. Debido a que en Colombia cerca del 74% de la propiedad está concentrada en los primeros cinco accionistas¹⁶, se asumió un porcentaje de participación constante a partir del sexto accionista hasta el último. P_i corresponde al porcentaje de participación del accionista i (con $i=1, 2, 3, 4, 5$). P_{REST} representa la participación acumulada entre el accionista 6 y el último. Accts equivale al total de accionistas.

$$Her = P_1^2 + P_2^2 + P_3^2 + P_4^2 + P_5^2 + \left[\left(\frac{P_{REST}}{Accts - 5} \right)^2 \times (Accts - 5) \right]$$

Apéndice 2.3 – Índice de concentración para las empresas colombianas al quinto (5) accionista. En éste índice se contemplan hasta los cinco primeros dado que se encontró que en Colombia cerca del 74% de la propiedad está concentrada en los primeros cinco accionistas. P_i corresponde al porcentaje de participación del accionista i.

$$Her_2 = \left(\frac{P_1}{\sum_{i=1}^5 P_i} \right)^2 + \left(\frac{P_2}{\sum_{i=1}^5 P_i} \right)^2 + \left(\frac{P_3}{\sum_{i=1}^5 P_i} \right)^2 + \left(\frac{P_4}{\sum_{i=1}^5 P_i} \right)^2 + \left(\frac{P_5}{\sum_{i=1}^5 P_i} \right)^2$$

¹⁶ Ver Gráfica 2.1

Apéndice 3 – SALIDA DEL MODELO CON LA MUESTRA TOTAL (279 EMPRESAS) PARA RATIO DPAY2

La variable dependiente es el ratio de pago de dividendos (dpay2) medido como Dividendos/Ventas. Esta regresión se muestra para corroborar la robustez de los resultados sobre la relación existente entre la tenencia de Código, y su calidad, con la política de dividendos. Las Tablas reportan los resultados del modelo de datos de panel con errores estándar corregidos por heterocedasticidad y correlación contemporánea. Los datos corresponden a 279 empresas colombianas inscritas en el RNVE con cifras entre los años 1997 – 2008. La muestra está compuesta tanto por empresas que han pagado dividendos como por empresas que no lo han hecho. Así mismo, contempla información de empresas con Código de GC y de las que no lo han implementado aún. A continuación se presentan dos modelos: el primero mide el impacto de la tenencia de Código, mientras que el segundo mide la calidad. Se separan las regresiones por las razones expuestas en la Tabla 3.2. Las variables del modelo están definidas en la Tabla 2 con excepción de la variable dpay2. El procedimiento econométrico fue desarrollado en Stata/SE 11.1. Los T-estadísticos fueron reportados en paréntesis. Los asteriscos están asociados a los p-values ($p < 0.1$:*, $p < 0.05$:**, $p < 0.01$:***).

Apéndice 3.1 – Modelo en el que se mide el impacto de la adopción del Código de GC (dycode) sobre la variable dependiente dpay2.

Apéndice 3.2 – Modelo en el que se mide el impacto conjunto de la tenencia de Código de GC y su calidad (dum_rat) sobre la variable dependiente dpay2.

Dependent variable:	DPAY2	
	APENDICE 3.1	APENDICE 3.2
GDP	-0.284 *** -(8.47)	-0.241 *** -(5.17)
ROAf	0.042 ** (2.4)	0.042 ** (2.47)
LEV	-0.036 *** -(2.97)	-0.034 *** -(3.06)
TANG	-0.109 *** -(5.82)	-0.108 *** -(5.7)
SIZE	0.004 ** (2.34)	0.002 (1.28)
HER	-0.05 *** -(4.95)	-0.052 *** -(5.07)
Dycode	0.042 *** (3.71)	
Dum_Rat		0.149 *** (4.21)
Constant	0.09 *** (4.88)	0.098 *** (5.14)
Observations	1,572	1,572
Wald Chi2	24,524.27 ***	815.62 ***
R-Squared	0.07	0.09